

Tőzsde határok nélkül

*integrációs törekvések
és lehetőségek a tőzsde világában*

OTDK dolgozat

Jelige: Ancora1885

„A tőzsde joghelyzetére vonatkozó joganyag olyan, mint maga a magyar jogrendszer. Hasonlít a legmagyarabb folyóhoz a Tiszához. Nem olyan egyenes, mint egy mesterségesen vágott csatorna; sokszor kanyarog, néha egy napi járás után ugyan arra a vidékre fordul, amelyet már megöntözött. Ennek a folyónak a medrét kotorni kell, hogy hajózható legyen; partjait töltéssel, zsilipekkel kell ellátni. De nem szabad sohasem elfelejteni, hogy még hibáiban is szolgálja, megtermékenyíti a magyar földet.”¹

/ Móra Zoltán /

¹Móra Zoltán: A budapesti áru- és értéktőzsde által alkotott szabályok kútfői jellege. Emlékkönyv Dr. Szladits Károly tanári működésének harmincadik évfordulójára. Budapest, 1938.

TARTALOMJEGYZÉK

1. Alapvetések	4
2. Előzmények	5
3. Az intézményi vetület	10
3.1. Alternatív kereskedési rendszerek	10
3.1.1. <i>MTF-ek Európában– London</i>	10
3.1.2. <i>Külföldi papírok Frankfurtban</i>	11
3.2. MTF Budapesten	13
3.2.1. <i>A BÉTa piac szabályozása – a törvényi szint</i>	14
3.2.2. <i>A BÉTa szabályozása – A Szabályzat</i>	15
4. Tőzsdefúziók	20
4.1. OMX csoport	20
4.2. Budapest-Bécs (CEESEG)	21
4.3. NYSE Euronext – Deutsche Börse	22
5. Anyagi jogi szabályok	24
5.1. Bevezetési szabályok	26
5.1.1. <i>A bevezetésre vonatkozó általános feltételek</i>	26
5.1.2. <i>A tőzsdei tájékoztató</i>	27
5.1.3. <i>A tájékoztató terjesztése, nyilvánosságra hozatala</i>	27
5.1.4. <i>Az illetékes hatóság fogalma, döntés a bevezetésről</i>	28
5.1.5. <i>Határon átnyúló kibocsátások</i>	28
5.2. A kibocsátói transzparencia	29
5.2.1. <i>Az éves pénzügyi beszámolók</i>	30
5.2.2. <i>Féléves pénzügyi beszámolók</i>	31
5.2.3. <i>Időközi vezetőségi nyilatkozatok</i>	31
5.2.4. <i>Folyamatos információk</i>	31
5.3. A közgyűlés uniós szabályai.....	32
5.4. A felügyeleti és szabályozó hatóság (ESMA)	34
5.5. A piac tisztaságának védelme	38
6. Integrált tőzsde	41
7. Záró gondolatok	43

1. Alapvetések

Mint a fenti idézet is tanúsítja, a tőzsdére vonatkozó joganyag meglehetősen szerteágazó, eligazodni benne igazi kihívás. Én a „tőzsdejog Tiszájából” azt a „folyamkilométert” választom ki jelen dolgozatban történő bemutatásra, ami arra vonatkozik, hogy miképp bontsuk le a határokat a tőzsdék között, mik azok a lehetőségek, amelyekkel elő tudjuk mozdítani az idegen országbeli papírokkal, illetve a határokon átnyúlva történő kereskedés zavartalanságát.

Megkapó az a titokzatos látvány, amit az ember akkor lát, amikor kipillant száguldó vonatának utolsó kocsijából. Azt láthatja, hogy az útként szolgáló sínpár a messzi távolban összeolvad, a párhuzamosból egy közös pont lesz. Dolgozatom felépítését – bár témáját tekintve a legkevésbé sem titokzatos – egy ilyen, távolba vesző sínpárként tudom aposztrofálni.

A tőzsde integrációjának alapvetően két nagyobb vetületét látom, amelyek megfeleltethetőek a vasúti sínpárnak. Az egyik sínszál az intézményi integráció, amely elsősorban az ügyletek végrehajtási helyére vonatkozik. E körbe tartozónak tekinthetőek az alternatív kereskedési rendszerek, illetve a tőzsdefúziók, mint a más országban bevezetett részvények kereskedését esetlegesen elősegítő instrumentumok. A másik sínszál a technikai (anyagi) szabályozás, amelynek keretében a működésre (bevezetés, kereskedési szabályok, felügyelet, stb.) vonatkozó szabályokat és azok közelítését kísérem meg bemutatni a jogszabályok alapján, figyelemmel a legfrissebb fejleményekre is. A messzi távolban, ahol a sínpár összeér, ott található az általam integrált tőzsdének² tekintett európai szupertőzsde, amelynek létrehozatala nincs napirenden, de mint végkövetkeztetés, felvetésre érdemesnek tartom. A részletekbe bocsátkozás előtt szükségesnek tartok némi történeti áttekintést is.

² A tőzsdei integráció korábban már nyert jelentéstartalmat a hazai tőkepiacon, jelesül akkor, amikor az áru és az értékpapír kereskedés újra közös platformra került 2005 őszén. Ezzel a lépéssel „helyreállt a rend”, régen is közös szervezet alatt működött a két szekció, igaz akkor a Gabonacsarnok mintájára életre hívott árutőzsde dominanciája volt megfigyelhető.

2. Előzmények

A XX. század hatvanas éveiben a tőkeáramlás liberalizálása érdekében óvatos előrelépésnek nevezhető két irányelv került elfogadásra (1960 és 1962), melyek lehetővé tették a közösségen belüli külföldi részvényvásárlást, azonban komolyabb eredményeket nem tudtak felmutatni ezek a jogszabályok, így például nemzetközi részvénykibocsátásra nem kerülhetett sor.

A hetvenes években a liberalizáció lelassult, a közös pénzügyi piac céljának helyét átvette a nemzeti szabályok harmonizálásának (hivatalosan koordinációjának) igénye. Ez azt jelentette, hogy a cél a nemzeti szabályok közötti különbségek csökkentése volt, semmint egységes jogi környezet kimunkálása. Komolyabb közösségi szintű szabályok – a hetvenes évek végén, a nyolcvanas évek elején – a következők születtek:³

1. A 77/534/EGK számon elfogadott tanácsi ajánlás a tőzsdei és tőkepiaci résztvevők etikai kódexe, melynek négy fontos megállapítását szükséges kiemelni:
 - a) a befektetők kereskedésük során ne csupán a törvény betűjének, hanem annak szellemének is feleljenek meg,
 - b) a valós, adekvát információ mindenki számára elérhető legyen,
 - c) hasonló típusú részvény tulajdonosa hasonlóképp ítéltesse meg,
 - d) a kereskedő akkor is az etikai Kódex szerint járjon el, ha az rövidtávú profitját veszélyezteti.

Az ajánlásnak kötőereje ugyan soha nem volt, de jelentőségét nem szabad alábecsülni: hatással volt a bírósági gyakorlatra, illetve elvi jelentőségű megállapításokkal kövezte ki a harmonizáció útját.⁴

2. Az értékpapírok hivatalos tőzsdei jegyzésre történő bevezetéséhez kötődő feltételek összehangolásáról szóló, 1979. március 5-i 79/279/EGK tanácsi irányelv – mint nevében is jelzi – elsősorban azt a minimum feltételrendszert határozta meg, amelyek mellett tőzsdei papírok bevezetésére kerülhetett sor, azonban ez nem volt kizárólagos jellegű, az államok ugyanis további feltételeket szabhattak, és derogációt fűzhetek hozzá. Mindezek ellenére fontos célja volt az irányelvnek az,

³ Jan Wouters: EC Harmonisation of National Rules Concerning Securities Offerings, Stock Exchange Listing and Investment Services: An Overview. European Business Law Review, 1993. 199. p.

⁴ Jan Wouters: im. 200. p.

hogy lerakja egy közös európai tőkepiac alapelveit, főként úgy, hogy egyenlő védelmet nyújtott a befektetőknek, érkezzenek bármely közösségi országból.⁵

3. Az 1980. március 17-i 80/390/EGK tanácsi irányelv az értékpapírok hivatalos árfolyamjegyzésre történő elfogadásához közzéteendő tőzsdei tájékoztató összeállítására, vizsgálatára és terjesztésére vonatkozó követelmények összehangolásáról szól. Célja az volt, hogy elegendő és hiteles információt szolgáltatson a tőzsdei szereplő (kibocsátó), hogy akár az akkori, akár a leendő részvénytulajdonos megalapozott döntést hozhasson befektetése során. A részletes szabályok tartalmazták, hogy mit, mikor és milyen terjedelemben kell közzétenni. Általánosságban elmondható, hogy az irányelv hatására megnőtt a közzétenni kötelező információ mennyisége. Az irányelv később számos esetben esett át módosításokon, ezek az országok közötti átjárhatóságot fokozták.
4. E körben jelentős jogszabályként említhető még a hivatalos tőzsdei jegyzésre elfogadott részvényekkel rendelkező társaságok által rendszeresen közzéteendő információról szóló, 1982. február 15-i 82/121/EGK tanácsi irányelv, illetve a tőzsdén jegyzett társaságokban a minősített tulajdoni részesedés megszerzésére vagy eladására vonatkozó információk közzétételéről szóló, 1988. december 12-i 88/627/EGK tanácsi irányelv.⁶

A 80-as évek közepén, az 1985. júniusi „White Paper” keretében kezdett körvonalazódni az a pénzügyi rendszer, amely 1992-t követően felváltotta a korábbi Európában. Az értékpapírpiacon azonban ez nem jelentett áttörő változásokat.⁷

A közös pénz bevezetése már annál inkább felpezsdítette az európai tőzsdék világát. Akkoriban a szakértők azt vizionálták, hogy 300 millió lakosával az eurót használó országok a világ GDP-jének negyedét, a megtakarítások 23%-át, és a világ részvény-kapitalizációjának 20%-át fogják adni, így pedig összehasonlítható lesz az Egyesült Államok piacával.⁸ A tőzsdék igyekeztek ezt a helyzetet kihasználni, azt feltételezték, hogy a közös pénz egy értékpapírpiacot fog eredményezni, úgy, hogy lesz egy európai föderatív tőzsde, és a többiek

⁵ Jan Wouters: im. 200. p.

⁶ A 2-4. pontokban foglalt jogszabályok később a 2001/34/EK rendeletben lettek újraszabályozva, illetve összefoglalva.

⁷ Jan Wouters: im. 199. p.

⁸ Rajnai Judit: Lesz- egységes páneurópai börze? – Tőzsdei együttműködések és rivalizálások az euró bevezetése kapcsán. Bankszemle, 1998. 11-12. sz. 79. p.

marginalizálódnak. Egy ilyen páneurópai tőzsde gondolatát az amerikai NASDAQ is kifejezetten támogatta.⁹

A 90-es évek második felének vezető európai tőzsdéit ennél fogva az motiválta, hogy a létrejövő páneurópai piac központjává váljon. Ennek eredményeként tőzsdei szövetségek születtek, amelyek elsődleges célja a kereskedés közös platform (értve itt a technikai és szabályozási feltételeket) alá szervezése volt, tekintet nélkül az országhatárookra. A legnagyobb volumenű szövetség a párizsi tőzsde által vezetett EURO.NM csoport lett, melynek tagjai bármely piacon, addicionális költségek nélkül közvetlenül kereskedhettek az oda bevezetett részvényekkel. Nagy vihart kavart a Frankfurt-London tengely kialakulása, amely akkoriban azért keltett meglepetést, mivel Frankfurt egyszerre tárgyalt Londonnal és Párizssal is szövetség létrehozása céljából. London célja ekkor az volt, hogy Frankfurttal közösen a 300 legnagyobb kapitalizációjú cég részvényeinek közös elektronikus rendszert alakítson ki, domináns szerephez jutva így a kialakuló páneurópai piacon. A viták keresztüzében *a párizsi értéktőzsde vezetője – közel négyhónapos ellenoffenzíva után – 1998. november végére a francia fővárosba invitálta Európa legnagyobb tőzsdéinek vezetőit, hogy együttesen megvitassák, milyen lépések és feltételek szükségesek a részvények egy föderatív és versenyképes páneurópai piacának létrehozásához.*¹⁰ (kiemelés tőlem, -a szerző)

A jogi szempontú fejlődés irányát az ezredforduló környékén az 1999-es Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv,¹¹ illetve a magyar származású Lámfalussy Sándor¹² fémjelezte Lámfalussy-jelentés¹³ jelölte ki. Előbbi *inter alia* a nemzeti tőzsdékkal kapcsolatos szabályozás koordinálását, így különösen egy európai szintű jegyzési rendszer bevezetését, a nemzeti jegyzési rendszerek megszüntetését, és a nyilvános ajánlattételkor kibocsátandó prospektusról szóló irányelv hatályon kívül helyezését szorgalmazta.¹⁴ (A közös jegyzési feltételrendszer a 2001/34/EK irányelv keretében meg is valósult.) Ezen felül a Terv bátorította a jogalkotót a felügyeleti szervek működésének összehangolására.

A Lámfalussy-jelentés nem festett túlzottan pozitív képet a tőkepiacok szabályozási állapotáról: elavultnak, koordinálatlannak, esetlegesnek tartotta azt. A hibák között főként azt

⁹ Rajnai Judit: im. 83. p.

¹⁰ Rajnai Judit: im. 79.p.

¹¹ COM (1999) 232, 11/05/99 Commission Communication on the Financial Services Action Plan, 1999.

¹² Lámfalussy Sándor kapuvári születésű közgazdász, bankár. Számos bank igazgatója volt, illetve a közbeszédben őt tartják számon az „euró atyjaként”.

¹³ Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, 15 February 2001, Brussels.

¹⁴ Marján Attila: Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor és a gazdasági és monetáris unió. PhD értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 2003.

hozta fel a jelentés, hogy sok terület szabályozatlan, és ahol van szabályozás, az sem működik kielégítően, továbbá felrótta, hogy a közösségi irányelveket a tagállamok különbözőképpen implementálják és értelmezik, ami jelentős mértékben aláássa az egységesítési törekvéseket.

A jelentés azonban megoldást is javasolt, jelesül egy négyszintű rendszer kidolgozását: az *első szinten* az Európai Parlament és a Tanács együttléti eljárással irányelvet fogad el, amely a keretelveket foglalja magába, és amely felhatalmazza a *második szinten* eljáró Bizottságot a felhatalmazáson alapuló jogi aktusok vagy végrehajtási aktusok elfogadására.¹⁵ A *harmadik szinten* az ESMA (*European Securities and Markets Authority*), mint közös felügyeleti és szabályozó szerv (ez akkor még csak terv szintjén létezett) iránymutatásokat bocsát ki az első két szint végrehajtásának kérdéseiben. A *negyedik szinten* pedig a kikényszerítő aktusok helyezkednek el.

A „Bölcsök Tanácsa” (*Wise Man*) által készített Lámfalussy-jelentést az Európai Tanács 2001. márciusi stockholmi ülésén elfogadta, így a négy szint kidolgozása zöld utat kapott. Ennek eredménye lett a MiFID (2004/39/EK) irányelv, amely az első szintet volt hivatott betölteni. Fő célkitűzése volt az integráció, a versenyképesség és a hatékonyság előmozdítása az EU pénzügyi piacain. E körben a MiFID többek között megszüntette a tagállamoknak azt a lehetőségét, hogy megköveteljék a pénzügyi eszközök minden kereskedésének hagyományos tőzsdéken történő lebonyolítását, és lehetővé tette az Európa-szintű versenyt az említett tőzsdék és az alternatív helyszínek között.¹⁶ (Ezek mellett számos más irányelvet is elfogadtak e tárgykörrel kapcsolatban, amelyek később kerülnek ismertetésre.)

A MiFID 2007-ben lépett hatályba, megítélését tekintve kettős véleményre helyezkedhetünk: egyrészt kétségtelenül fokozta a versenyt az alternatív rendszerek „helyzetbe hozásával”, ami siker, ugyanakkor a nagyobb versenyből származó előnyök nem egyenlő mértékben csapódtak le a piaci résztvevők között, ezáltal - sokak szerint - a MiFID voltaképpen megbukott. Egyesek szerint a MiFID csupán aktualizálásra szorul a piacon tapasztalható és igen gyorsan lezajló változások miatt (piaci struktúra átalakulása, technológiai fejlődés, modern kereskedési módok megjelenése).¹⁷ Az alternatív piacok elterjedése kétségtelenül rontotta a piac transzparenciáját, a modern kereskedési helyszínek és technikák (*dark pool*, *crossing network*, *high frequency trading*) komplexitása nehezen átláthatóvá tette az ügyletkötések rendszerét, továbbá ezek túlnyomóan a MiFID hatályán

¹⁵ 2011/0298 (COD) MiFID II javaslat, indokolás.

¹⁶ 2011/0298 (COD) MiFID II javaslat, indokolás.

¹⁷ Réz Éva: Átalakuló piaci struktúra– Az új kereskedési technikák és helyszínek hatásai. Hitelintézeti szemle, 2011. 5. szám, 430-454. p.

kívül esnek. A jogalkotónak eleme az érdeke, hogy ezen ügyleteket valamilyen formában szabályozza, azonban ezek az erőfeszítések sokszor csak macska-egér harcként lehetnének jellemezhetők: ha a szabályozók el is érik céljukat, és nagyobb kontroll alá vonják ezen kereskedési helyszíneket, a piac várhatóan akkor is újabb alternatívákkal áll majd elő.¹⁸

Az újraszabályozási igények a MiFID II irányelv megszületését predesztinálják, melynek javaslata már napvilágot is látott.¹⁹

¹⁸ Réz Éva: im. 444. p.

¹⁹ 2011/0298 (COD) javaslat. Elérhető:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:hu:PDF>

3. Az intézményi vetület

Visszatérve a vasúti hasonlathoz, a tárgykör egyik sávszála az intézményi integráció kérdése, amely alatt a végrehajtási helyek vizsgálatát, illetve azok uniformizálását értem. Véleményem szerint –többek között – hangsúlyosan ide sorolhatók – ami a részvények határok nélküli kereskedésében szerepet kap és kaphat – egyrészt az alternatív kereskedési helyek, illetve, mint az egységesítés egyik lehetséges motorja, a tőzsdefúziók.

3.1. Alternatív kereskedési rendszerek

Összességében tekintve az ügyleteket – megkötésükre vonatkozó szabályaihoz képest – három csoportba sorolhatjuk: egyrészt vannak a hagyományos tőzsdéken megkötött ügyletek, a más szabályozott piacon létrejött ügyletek, illetve az ún. OTC (*Over The Counter*) ügyletek, amelyek kívül esnek a szabályozottságon. Alternatívnak utóbbi kettőt lehet minősíteni, ide pedig számos kereskedési típus sorolható, kettőt említve: a *dark pool*, amely megfelel(het) a MiFID-előírásoknak, funkcióját tekintve lehetővé teszi a piaci szereplők számára, hogy a – definíció szerint – nagyméretű ajánlatoknak a piacra gyakorolt hatását mérsékeljék; illetve a *crossing network*, amely kívül esik mindennemű szabályozáson, így nem vonatkozik e piaci instrumentumra a kereskedési előtti transzparenciakövetelmény, tehát OTC-ügyletnek minősülnek.²⁰

A szabályozott, tőzsdén kívüli piacok legfontosabb végrehajtási helyszíne az ún. multilaterális kereskedési rendszer (angol nevén: *Multilateral Trading Facility*; a továbbiakban: MTF), amely jelentőségét kiemeli, hogy a legtöbb tőzsde mellett Európában működik ilyen vagy hasonló végrehajtási helyszín. Jelentőségét és jogi meghatározottságát e szerint érdemes szemléltetni.

3.1.1. MTF-ek Európában– London

A londoni tőzsde MTF-e az AIM (*Alternative Investment Market*). 1995-ös alapítását követően hamar népszerű lett a befektetők körében: 2003-ra, tehát nyolc év alatt mintegy 700 cég papírjait kereskedték itt, leképezve valamennyi üzleti szektort. Ez a szám pedig mára csaknem 3000-re emelkedett. Az AIM igen vonzó környezetet épített ki a brit illetőségű kisebb méretű társaságoknak, illetve azoknak a külföldi vállalatoknak, amelyek papírjait már

²⁰ Réz Éva: im. 438.p.

máshol kereskedik. Ez a kedvező környezet elsősorban a könnyített bevezetési és kereskedési feltételeknek, illetve az alacsony költségvonzatnak (volt) köszönhető.

Az AIM nemzetköziesítése szempontjából kiemelt jelentőségű volt a 2003-as év, amikor külföldi papírok bevezetését elősegítő szabályokat alkottak. Jelenleg az AIM-en olyan külföldi részvény bevezetését lehet kezdeményezni, amely egy, a londoni által elismert²¹ nagyobb börzén már legalább 18 hónapja jelen van, illetve a cég egy előzetes csatlakozási jelentést készített, továbbá beszámolt forgótőkéjének helyzetéről.²²

A cégek bevezetési felügyeletét az AIM-en nem a hivatalos hatóság (*Listing Authority*) látja el, hanem a cég által választott Tanácsadó, aki a listázást nyerni kívánó cégeket felkészíti az AIM-en történő kereskedés következményeire. A Tanácsadókról hivatalos listát vezetnek. A külföldiek számára fontos, hogy a papírral nem csak fontban lehet kereskedni, hanem bármely más pénznemben, ha az ingyenesen hozzáférhető.

Ha egy cég úgy érzi, hogy továbblép az AIM-től a Hivatalos Listára (*Official List* –ami voltaképpen a rendes tőzsdei jegyzést jelenti), akkor ezt könnyített feltételekkel megteheti. Ha egy papír legalább két éve be van vezetve az AIM-re, akkor a cég a Hivatalos Listára jegyzéshez szükséges papírok összessége nélkül megteheti ezt: pusztán egy angol nyelvű mentesítő dokumentum elegendő, aminek tartalmaznia kell az utolsó három év konszolidált éves mérlegét, az utolsó félév üzleti jelentését, valamint mindezekkel együtt az utolsó 12 hónap jelentéseit, vagy azzal egyenértékű dokumentumait. Bizonyos esetekben a forgótőkéről készült jelentés is szükséges.²³

3.1.2. Külföldi papírok Frankfurtban

A frankfurti tőzsde is –szegmenseinek jogi meghatározottságát tekintve– kétszintű: egyik a Szabályozott Piac (*Regulated Market*), másik a Nyitott Piac (*Open Market*), ezekhez kapcsolódik a hét szintű nyilvánossági sztenderd. A külföldi papírok mind a két piacon szerepelhetnek.

A Regulated Market minősül a hivatalos piacnak, szabályozottságát tekintve az EU-s szabályok szerint működik, így az ide történő bevezetéshez komolyabb feltételeknek kell teljesülniük. Általánosságban a Regulated Market megkívánja, hogy a kibocsátó három éve

²¹ Elismert tőzsde többek között az Australian Stock Exchange, Deutsche Börse, NYSE, Nasdaq, Swiss Exchange etc.

²²Tim Stocks: The Alternative Investment Market of The London Stock Exchange- The Drive for Internationalisation. Business Law Review, 2003 August/September, 190. p.

²³ Tim Stocks: im. 191 p.

létezzen, illetve legalább 1.25 millió eurós törzstőkével bírjon. Mindezekon felül – a külföldi vállalatoknak – a GAAP (*General Accepted Accounting Principles*) számviteli sztenderdeknek megfelelő pénzügyi kimutatások szükségesek.²⁴

E piac két további alszegmenssel rendelkezik, melyek a társaság nyilvános működésének fokára vonatkoznak: ezek az alapértelmezettnek tekintett *General Standard*, illetve a *Prime Standard*, amely egy átláthatósági szempontból magasabb szintet képvisel.

A General Standard megkívánja az éves jelentések közzétételét, a belső kereskedés tilalmát, ad hoc jelentéseket, illetve vezető állású személyek jegyzéseinek, illetve bizonyos érték feletti részesedésszerzéseinek ismertetését. A Prime Standard a General Standard kívánalmain felül féléves, illetve két negyedéves jelentés, vállalati évbeosztás, valamint éves elemzés közzétételét teszi kötelezővé.

A Regulated Market a nagyobb külföldi vállalatok körében bír jelentőséggel. Csak a Prime Standard kategóriában jegyzett 382 cég közül 34 külföldi, amelyek között négy kínai (Asia Bamboo, Business Media China, Zhong De Waste Technology, Vtion Wireless Technology) és egy orosz (CAT.Oil) található.²⁵

Az Open Market már egészen más jellegű piac. Némi pikírtséggel azt is lehetne állítani, hogy a szó szoros értelmében nyitott a piac, tekintettel arra, hogy a jegyzéshez nem túlzottan rigorózus szabályoknak kell megfelelni. Az Open Market nem az EU-s szabályokon alapszik, hanem összességében a polgári jogon és a Deutsche Börse általános szabályzatain, ennél fogva az Open Market szabályozott nem hivatalos piac (*Regulated Unofficial Market*).

Nincs követelmény arra nézve, hogy mennyi ideje létezzen az adott vállalat, nincsen minimum limit a közkézhányad tekintetében – csupán 30 eredeti részvényes léte –, nincsen kötelezettség ad hoc jelentések készítésére, továbbá nincs a bizonyos érték feletti részesedésszerzésről szóló jelentés elkészítésének kötelezettsége. Feltétel viszont az 500.000 eurós részvénytőke, a részvények 10 centes névértéke, üzleti terv, öt éves projektterv, illetve auditált mérleg nyilvánossá tétele. Az Open Market két szegmensre oszlik: az egyik az első alkalommal bevezetett részvényeké (*first quotation board* – elsődleges listázás), míg a másik a már valamely német, vagy idegen országbeli tőzsdén, vagy hasonló piacon már bevezetett papírok listája (*second quotation board* – másodlagos listázás). Összességében az Open Marketről elmondható, hogy kifejezetten népszerű mind a kisebb német, mind a külföldi

²⁴ Dr. Herbert Harrer – Dr. Claus Mössle: Listing of Foreign Companies on the German Stock Exchange. *International Company and Commercial Law Review*, 2010. 96-100. p.

²⁵ 2010-es adat: Herbert Harrer, Claus Mössle: im. 96. p.

illetőségű vállalatok körében: a nem túlzottan magas elvárások, illetve a kedvező költségvonzat teszi az Open Market-et népszerűvé, azonban ezt mi sem támasztja alá jobban, mint az adat, miszerint 2010-ben összesen mintegy 9000 (!) részvényt kereskedtek az Open Market-en, amiből nagyjából 500 kínai, és mintegy 60 orosz vállalat részvénye volt.²⁶

3.2. MTF Budapesten

A budapesti kereskedők körében a tőzsde 1990-es újranyitását követően fokozatosan alakult ki az igény, hogy minél egyszerűbben, minél alacsonyabb költséggel, és a lehető legátláthatóbb jogi környezetben kereskedhessenek külföldi papírokkal. Erre elsősorban a MiFID adott lehetőséget, ami „helyzetbe hozta” az alternatív kereskedési helyszíneket. Budapesten jelentős alternatív kereskedési helyszínre 2011 novemberéig kellett várni, – képletesen szólva – ekkor csengettek a külföldi papíroknak először az Andrássy úton. Ekkortól lehet ugyanis kereskedni a budapesti MTF-en, a BÉTa piacon.

A BÉT-t igen vérmes reménnyel nyitotta meg a piac megalkotását árjegyzőként elősegítő ERSTE Befektetési Zrt²⁷, a cél a napi egymilliárd forintos forgalom volt. Kezdetben „csak” tíz európai cég részvényeivel lehetett kereskedni, azonban a termékpaletta gyorsan bővül: mára ez a szám huszonkettőre emelkedett.

BETA Piac - 15 perccel készleteltett kereskedési adatok																
Név ▲	ISIN	Bázisár	Aktuális		Nyitóár		Záróár	Napi össz. forgalom			Napi		Utolsó kötés			
			vétel ár	eladás volumen	vétel ár	volumen		érték (HUF)	volumen	kötések		változás		ára	dátuma	
										min.	max.	értéke	%			
ARCELORMITT	LU0323134006	4 005													4 005	2012.04.04.
AXA	FR0000120628														3 750	2012.03.19.
BANCOBILBAO	ES0113211835	1 760													1 760	2012.03.30.
BASF	DE000BASF111	18 900													18 900	2012.04.04.
BAYER	DE000BAY0017														15 670	2012.03.19.
BMW	DE0005190003	19 674													19 674	2012.04.04.
▼ BNPPARIBAS	FR0000131104	9 979				9 550	9 550	HUF	95 500	10	9 550	9 550	-429	-4,29	9 550	14:37
▼ COMMERZBANK	DE0008032004	531				531	514	HUF	6 628 315	12 795	502	531	-17	-3,20	514	16:59
▼ DAIMLER	DE0007100000	13 419				13 000	13 000	HUF	52 000	4	13 000	13 000	-419	-3,12	13 000	09:03
▼ DEUTSCHEBANK	DE0005140008	10 415				10 228	10 214	HUF	460 079	45	10 214	10 237	-201	-1,92	10 214	13:41
EON	DE000ENAG999	5 326						HUF							5 326	2012.04.03.
FIAT	IT0001976403	1 300						HUF							1 300	2012.03.29.
INFINEON	DE0006231004							HUF							2 257	2012.03.28.
▲ NOKIA	FI0009000681	1 139				1 134	1 145	HUF	273 810	240	1 134	1 145	6	0,52	1 145	14:21
SANTANDER	ES0113900J37	1 695						HUF							1 695	2012.03.29.
SIEMENS	DE0007236101	22 020						HUF							22 020	2012.03.29.
▼ TELEFONICA	ES0178430E18	3 591				3 520	3 490	HUF	1 185 360	339	3 470	3 526	-101	-2,81	3 490	16:48
THYSENKRUPP	DE0007500001	5 340						HUF							5 340	2012.04.04.
▼ TOTAL	FR0000120271	11 233				11 225	11 200	HUF	683 600	61	11 200	11 225	-33	-0,29	11 200	14:23
▼ UNICREDITSPA	IT0004781412	1 015				990	980	HUF	8 605 834	8 801	957	990	-35	-3,44	980	16:53

1. ábra: A kereskedett papírok és adataik (2012. április 5.)

²⁶ Herbert Harrer, Claus Mössle: im. 96. p.

²⁷ Ehhez kapcsolódott később az OTP Bank Nyrt. is.

A multilaterális kereskedési rendszerek (MTF) jogi környezetének bemutatását ezen közeli példán keresztül kívánom szemléltetni.

3.2.1. A BÉTa piac szabályozása – a törvényi szint

A szabályozás alapját a MiFID irányelv képezi, amit hazánkban a Bszt.²⁸ implementált, a 142-154. §§-aiban. Definícióját tekintve a multilaterális kereskedési rendszer *olyan kereskedési rendszer, amely harmadik felek pénzügyi eszközökre irányuló, vételi és eladási szándékát hozza össze megkülönböztetés-mentes módon, szerződést eredményezve.*²⁹

MTF-t piacműködtetőként befektetési vállalkozás vagy szabályozott piac hozhat létre, külföldi illetőségű ilyen szervezet pedig csak fióktelepen keresztül, vagy pedig (EGT-székhelyű piacműködtető esetén) határon átnyúló szolgáltatásként. Az MTF létesítéséhez a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének engedélye szükséges, külföldi illetőségű piacműködtetőnek pedig a honos Felügyeletének engedélye. A kérelmezés az általánosnak mondható engedélyezési procedúra (Bszt. 27-31. §§) szerint történik, azzal a többlettel, hogy néhány specifikus dokumentum csatolására is szükség van, így különösen az MTF-en történő kereskedésben való részvétel szabályairól szóló szabályzattervezetet, az MTF-re történő pénzügyi eszköz bevezetési feltételeit, azon eljárás leírását, amely a bennfentes kereskedelem, piacbefolyásolás megelőzését, illetve azonosítását szolgálja, a működtetési vezető nevét, továbbá az MTF szükséges tárgyi és informatikai eszközeinek meglétét igazoló dokumentációt, illetve az ügyletek elszámolását lehetővé tévő szerződések bemutatását.³⁰

Az MTF-ek törvényben meghatározott legfontosabb alapelve a megkülönböztetés-mentes hozzáférés biztosítása, amely sem tagállami, sem szolgáltató-típus tekintetében nem enged kizárást a kereskedésből³¹. A piacműködtetőnek a Bszt. 150. § alapján olyan kereskedési szabályzatot kell alkotnia, amely ezt feltétel nélkül biztosítja, továbbá tartalmazza a kereskedési joggal rendelkező tagok jogait és kötelezettségeit. Ennél fogva tag az lehet, aki megfelel a Szabályzat rendelkezéseinek, rendelkezik egyrészt a szükséges személyi, tárgyi és infrastrukturális feltételekkel, másrészt a kereskedés során végrehajtott ügyletek teljesítéséhez szükséges pénzeszközökkel. A tagsági megállapodást írásba kell foglalni.

²⁸2007. évi CXXXVIII. törvény a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól.

²⁹Bszt. 4. § 79. pont.

³⁰Bszt. 147. §.

³¹Bszt. miniszteri indokolás.

A BÉTa kereskedési szabályai két forrásból származnak: egyrészt a Bszt.-ből, másrészt a piacműködtető (Budapesti Értéktőzsde) által alkotott Szabályzatból. A Bszt. 152. § szerint a piacműködtető a kereskedést megelőzően a Bizottság 1287/2006/EK rendelete szerint közzéteszi a szabályozott piacra bevezetett részvények tekintetében az érvényes vételi és eladási árfolyamot, illetve az egyes árfolyamokon keresett és kínált mennyiségeket. Mindezt a piacműködtetőnek két elv mentén kell megtennie: egyrészt figyelemmel kell lennie az ésszerű üzleti alapon való közzététel elvére, amely szerint az információért kért ár mértéke nem akadályozhatja meg az árfolyamhoz való hozzáférést, másrészt a közzétett adatoknak közérthetőeknek és világosaknak kell lenniük. A piacműködtető az adatokat a piac nyitvatartása alatt folyamatosan nyilvánosságra köteles hozni.

A kereskedést követően a piacműködtető közzé teszi a végrehajtott ügyletek során kialakult vételi és eladási árfolyamokat, az egyes árfolyamokon realizálódott ügyletek nagyságrendjét, és az egyes végrehajtott ügyletek időpontját, figyelemmel természetesen az ésszerű üzleti alapon való közzététel elvére (ld. fent), a valós időhöz képest a lehető legkorábban.

A piacműködtetőnek igen komoly szerepe van a piac zavartalan működésének fenntartásában. E körben törvényi kötelezettsége, hogy olyan rendszert és eljárásrendet dolgozzon ki és tartson fenn, amely alkalmas a kereskedési szabályokkal ellentétes tevékenység, valamint a bennfentes kereskedelem kiszűrésére. A piacműködtető nem piackonform magatartás észlelése esetén nyomban köteles értesíteni a Felügyeletet, bennfentes kereskedelem detektálása esetén pedig haladéktalan információszolgáltatási kötelezettség terheli az illetékes hatóságok irányába, olyképpen, hogy a felelősségre vonásban is tevékenyen ki kell vennie a részét.

3.2.2. A BÉTa szabályozása – A Szabályzat

A fenti artikulásokban sűrűn céloztam a piacműködtető által megalkotandó Szabályzatra.³² Ezt a kötelezettséget a Bszt. 150. § (1) mondja ki. A piac nyitását követően két alkalommal módosított szabályzat végleges formájában 2012. február 27-én lépett hatályba.

A Szabályzat célja, hogy a regisztrált értékpapírokkal folytatott kereskedés rendezett és áttekinthető legyen, valamint a befektetők a BÉTa Piacon regisztrált értékpapírokról a

³² A tárgykörben voltaképp két szabályzat van, ám jelentősége témám szempontjából csak az egyiknek van. Amit részletesen bemutatok, az a Működési Szabályzat, ami pedig jelen esetben marginális szerepet tölt be, az a BÉTa Kereskedési Rendszerének Működtetési és Használati Rendjéről szóló szabályzat, amely leginkább technikai, infrastrukturális követelményekre vonatkozó szabályokat tartalmaz.

jogszabályi előírásoknak megfelelően információt kapjanak. A Szabályzat rendezi az értékpapírok regisztrációjával kapcsolatos kérdéseket, tartalmazza a kereskedésben való részvétel, a kereskedés, valamint az ügyletkötés szabályait, a Szabályzat hatálya alá tartozó személyeket megillető jogokat és őket terhelő kötelezettségeket, valamint az árképzés módját.

A Szabályzat számos alapelvet is rögzít, így a jól ismert jóhiszeműség és tisztesség, a bizonyítás terhének elvét, az általános jogértelmezési elvek lefektetését, a szakmai szabályoknak és az elfogadott gyakorlatnak való megfelelés elvét, valamint a Szabályzat saját kógenciáját találhatjuk meg általános princípiumként. A különös elvek körében a megkülönböztetés-mentes hozzáférés jellegadó elvét találhatjuk meg, több, a piacműködtető piackonform tevékenységét előmozdító alapelv között.

A regisztráció tekintetében az adott részvénynek három feltételnek kell megfelelnie:

- a) tagsági jogot kell megtestesítenie,
- b) valamely EGT tagállamban lévő szabályozott piacon a kereskedésbe bevezetettnek kell lennie,
- c) elszámolását a KELER Zrt. biztosítja, és ezt egy erre vonatkozó befogadó nyilatkozat kiállításával igazolja.

Ami elsőre – már a fogalomhasználatból (regisztráció) is – leszűrhető, hogy a BÉTa piacon, mint azt ellenkezőképpen láthattuk a frankfurti Open Market esetében, nincsen lehetőség elsődleges bevezetésre. A regisztrációs eljárás ura a Budapesti Értéktőzsde vezérigazgatója, aki határozatával regisztrálhatja a fenti három feltételnek megfelelő részvényt. Ugyanez vonatkozik a részvény kereskedésének felfüggesztési és törlési eljárására is.

Érdemesnek tartom a Vezérigazgató jogkörét egy kicsit jobban feltárni.³³ A Szabályzat felsorolja azokat az objektív eseményeket vagy feltételeket, amikor a részvény kereskedését fel lehet függeszteni (felfüggesztették a részvény kereskedését eredeti bevezetési helyén, jogszabályban meghatározott esetben), illetve azokat is, amikor az adott papírt törölni kell a rendszerből (értékpapír átalakítása, bevonása, kibocsátó jogutód nélküli megszűnése, jogszabálysértő regisztráció). Az objektív feltételek közé ékelődik a *„Bármely egyéb esetben, ha a Vezérigazgató indokoltnak tartja.”*, illetve az *„Egyéb feltételtől függetlenül a Vezérigazgató mérlegelése alapján”*. Ezek voltaképpen nem is szubjektív feltételek, hanem a

³³ Mindezekon túl a Vezérigazgató jogkörével kapcsolatban egy egész –igaz rendkívül rövid– pont (16.) foglalkozik.

Vezérigazgató diszkrecionális jogköre a papírok sorsa felett. A Szabályzat pedig *expressis verbis* rögzíti, hogy „Az Értékpapír regisztrációjának elutasításával, az Értékpapír felfüggesztésével, illetve Értékpapírlistáról való törléssel összefüggésben az Értékpapírok kibocsátói, a Kereskedők és a befektetők semmilyen követeléssel nem élhetnek a Szolgáltatóval szemben.” (5.3. pont)

A BÉTa piacon a kereskedési jog hasonlatos a tőzsdei szabályozással. Kereskedési joggal az rendelkezik, aki a tőzsde keretein belül szekciótagsággal rendelkezik. Ugyanez a megállapítás vonatkozik az ajánlatokra, vagyis a Szabályzatnak megfelelő módon és tartalommal tett ügyletkötésre irányuló egyoldalú nyilatkozatra is. Az ajánlatok típusait itt is a főszabálynak számító LIMIT, illetve a PIACI, és ezek STOP variánsai jelentik, valamint mennyiség szerint osztályozva RÉSZ és MIND, továbbá az időbeli hatály szerinti elhatárolás is hasonló a klasszikus tőzsdén találhatóakhoz. Az ügylet akkor jön létre, amikor mindkét Kereskedő elektronikus úton megtett ajánlatát a Kereskedési Rendszerben az erre a célra szolgáló funkciók segítségével az ügyletet a Kereskedési Rendszer az Ügyletkötési Algoritmusok valamelyike alapján, a szerződő felek ajánlatának párosításával létrehozta. Az ügyletet törölni, illetve érvénytelenség címén megtámadni nem lehet.

Mint az általam mellékelte ábrából is kitűnik, a BÉTa piac jelenlegi állapotában rendkívül illikvid. Ez azt jelenti, hogy nem forog akkor pénzösszeg a parketten, hogy az egyes vételi és eladási ajánlatok eleget tegyenek egymásnak. Ez a körülmény – piacműködtetői beavatkozás nélkül – igen hamar kiszáritaná, érdektelenné tenné a BÉTa piacot. Kell lennie megoldásnak arra nézve, hogy emiatt ne lehetetlenüljön el ez a rendkívül jó kezdeményezés.

A megoldás egyszerű: a likviditást az Árjegyző jelenléte biztosítja. Az Árjegyzőt – a kereskedés bizonyos szakaszaiban, de a szabad szakaszban főszabályként végig – vételi és eladási kötelezettség terheli annak a részvénynek a vonatkozásában, amelyre ő a piacműködtetővel Árjegyzői megállapodást kötött. Az Árjegyzőket 3 plusz 1 csoportba oszthatjuk: „A”, „B”, „C” kategóriás árjegyzőkké, illetve az „A”-n belül specialistákra.

Kategória	Maximális Ársáv	Minimális Ajánlati Kötelezettség
„A” Kategória	0,5%	20.000 EUR értéknek megfelelő számú Értékpapír 100 darabra kerekítve
„B” Kategória	1,0%	20.000 EUR értéknek megfelelő számú Értékpapír 100 darabra kerekítve
„C” Kategória	2,0%	20.000 EUR értéknek megfelelő számú Értékpapír 100 darabra kerekítve

2. ábra: Az Árjegyzői fokozatok és kötelezettségvállalásuk

Az írásban megkötött árjegyzői szerződés aláírásával az Árjegyző kötelezettséget vállal arra, hogy esetlegesen keletkező vételi vagy eladási ajánlat ellenoldalára beáll. Természetesen ez nem jelent korlátok nélküli kötelezettséget, ennek két határát határozza meg a Szabályzat. Az egyik a Minimális Ajánlati Kötelezettség, amely szerint meghatározott összegig (20.000 Euró értéknek megfelelő részvény 100 darabra kerekítve) lehet érvényesíteni a kötelezettséget. A 20 000 euró csak iránymutatásul szolgál: a pontos részvénytármennyiséget az egyedi Árjegyzői szerződés melléklete tartalmazza, továbbá bizonyos esetben az Árjegyző és a Piacműködtető kezdeményezheti – *clausula rebus sic stantibus* alapon – a Minimális Ajánlati Kötelezettség felülvizsgálatát bármelyik BÉTa Termékre vonatkozóan, ha az adott BÉTa termék ára jelentősen módosult. A másik korlátját jelenti az Árjegyző kötelezettségének – igaz csak közvetett módon – az Ajánlatbeviteli Csúcsterhelési Limit, illetve a Napi Ajánlatszám Limit, amelyek az ajánlatbevitel mennyiségével kapcsolatos korlátozások. Ezek mértékéről határozatában a Vezérigazgató dönthet.

A kereskedés során az Árjegyzőnek – attól függően, hogy mely kategóriában kötött szerződést a piacműködtetővel – úgy kell meghatároznia az árakat, hogy a vételi és eladási ajánlatok árai közötti különbség, valamint ezen ajánlatok (árai) átlagának hányadosa százalékban kifejezve ne legyen több a kategóriában meghatározottnál, vagyis „A” kategóriában 0,5%-nál, „B” kategóriában az 1%-nál, míg „C” kategóriában a 2%-nál. A kereskedés idején, ha az Árjegyző ajánlatát lekötik – vagy visszavonják –, akkor hatvan másodpercen belül gondoskodnia kell, hogy az árjegyzői ajánlati kötelezettség újra aktiválódjon. Az Árjegyző az árjegyzői kötelezettségeket elkülönített, erre a célra szolgáló számlán is teljesítheti.

Az Árjegyző tevékenységéért két szinten nyerhet ellentételezést. Amennyiben az Árjegyző a Szabályzatban foglalt minimumkötelezettségeinek eleget tesz, akkor az árjegyzői ajánlatként megjelölt ügyletekből született kötések után tranzakciós díj-visszatérítésre lesz jogosult, amelynek mértékét az árjegyzői kategóriához képest az alábbi táblázat tartalmazza:

Az árjegyzői kötelezettség teljesítésének mértéke	Az árjegyzői tranzakciós díj-visszatérítés mértéke			
	Specialista az „A” Kategóriában	„A” Kategória	„B” Kategória	„C” Kategória
$\geq 70\%$	100%	75%	50%	25%
$< 70\%$	0%	0%	0%	0%

3. ábra: Az árjegyzői tranzakciós díj-visszatérítés mértéke I.

Az árjegyzői teljesítés és a díjvisszatérítés mértéke minden egyes – a kapcsolódó árjegyzői szerződés mellékletében felsorolt – BÉTa Termék esetén külön meghatározásra kerül. Elsőre csalóka a táblázat utolsó sora, mivel a 70% alatti kötelezettségteljesítés látszólag 0%-os szankcióval van sújtva. Ezzel szemben amennyiben az Árjegyző tevékenysége során az ajánlattételi kötelezettségének az árjegyzési kötelezettséggel érintett havi szinten számított kereskedési idő minimum 70%-a alatt eleget tesz, akkor díjvisszatérítésre lesz jogosult az alábbi táblázat szerint:

Kategória	Az árjegyzői tranzakciós díj-visszatérítés mértéke
Specialista az „A” Kategóriában	100%
„A” Kategória	75%
„B” Kategória	50%
„C” Kategória	25%

4. ábra: Az árjegyzői tranzakciós díj-visszatérítés mértéke II.

4. Tőzsdefúziók

A tőzsdefúziók a tőzsdére vonatkozó szabályozás harmonizációjában elengedhetetlen szerepet töltenek be, hiszen ezek az ügyletek szükségszerűen magukkal hoznak egységesülést, integrációt. Véleményem szerint a fúzióknak e tárgykörben sajátos küldetésük is van: finomhangolják az uniós jogi aktusok közötti viszonyt, illetve betöltik az általuk üresen maradó szabályozási hézagokat. Ezért tekintem ezt a témakört olyan fontosságúnak, hogy azt az egyik képzeletbeli vasúti sínem alkotórészeként, egyszersmind a tőzsde intézményi integrációjának középpontjába helyezzem.

Az 1990-es évek végén és a 2000-es évek elején igen fontos volt a hagyományos tőzsdéknek nonprofit társaságokból részvénytársasággá történő átalakulása (*demutualisation*). Ez teremtett ugyanis lehetőséget a felvásárlásokra, egyesülésekre, a nemzetközi tőzsdecsoportok kialakulására, továbbá közvetve átrajzolta a tőzsdepiac térképét.³⁴ A tőzsdei csoportokra, fúziókra igen sok példa hozható fel, úgymint az igen ambiciózus OMX csoport.

4.1. OMX csoport

Az OMX (Nordic) tőzsdecsoportba tartoznak Stockholm, Koppenhága, Helsinki, Izland, Vilnius, Riga és Tallin parkettjei³⁵. Az OMX létrehozatalának célja egyértelműen az volt, hogy megalkossanak egy közös északi-balti piacot pénzügyi eszközök kereskedése céljából. E kezdeményezés sikeresnek mondható, hiszen az érintett országok tőzsdei forgalmának 80%-a e rendszeren keresztül bonyolódik. Az OMX felépítésében megfigyelhető elvek szerint:

- a likviditást centralizálni kell, ennek érdekében egy papírt csak egy helyszínrre vezetnek be,
- közös kereskedési rendszer van kiépítve,
- közös a szabályozási környezet, ahol a kibocsátók és a befektetők számára lényeges szabályok megegyeznek.³⁶

Saját magáról – honlapjukon – ekképpen nyilatkozott a szövetség: „Az OMX célja pusztán minimalizálni a nemzeti piacok közötti különbségeket. A harmonizáció már bevégzett a kereskedési rendszer megosztásával, közös bevezetési- és indexstruktúra kialakításával,

³⁴ Réz Éva: im. 431. p.

³⁵ A kakukktójas Oslo. Az OMX 10%-ban tulajdonolja az Oslói tőzsdét.

³⁶ Nis Jul Clausen, Karsten Engsig Sørensen: Stock exchange mergers: the new driver in the harmonisation of securities market regulation? *European Company and Financial Law Review*, 2009. 1. 37. p.

határokon átnyúló részvénykereskedelemmel és közös elszámolási politikával, illetve egyetlen piacra vonatkozó információforrással.”

Az OMX-et 2007-ben felvásárolta a NASDAQ, és nem kisebb célt tűztek ki maguk elé, mint létrehozni Európa első páneurópai piacát az öreg kontinens *blue chipjei*³⁷ számára, MTF formájában, úgy, hogy felette a hatósági felügyeletet az Egyesült Királyság hatósága (*UK Financial Services Authority*) gyakorolja.³⁸Ezt 2008-ban létre is hozták, de csak 2010-ig működött. Az OMX klasszikus tőzsdei platformja viszont tovább működött, és működik jelenleg is.

A tőzsdei szövetségek széles körben elterjedtek az öreg kontinens piaci között, két fúziót ezek közül azonban feltétlen fontosságú kiemelni, tekintettel arra, hogy az egyik Budapestet érintette, a másik esetében pedig versenyjogi szabályok aláásták az összeolvadni készülő tőzsdék terveit.

4.2. Budapest-Bécs (CEESEG)

A bécsi tőzsde (*Wiener Börse*) –és partnerei–a részvényesekkel kötött megállapodások útján 2004-2005 fordulóján szerezte meg az irányítást a Budapesti Értéktőzsde felett. Tekintettel arra, hogy ez a befolyásszerzés a Tanács 2004. január 20-i 139/2004/EK rendelet szerint közösségi léptékű volt, a Bizottság előzetes bejelentés alapján 2005 februárjában indított eljárást az ügyben arra nézve, hogy ez az összefonódás vajon sérti-e a verseny szerkezetét. A határozat hamar, 2005. március 22-én született meg, amelyben a Bizottság az összefonódást a Tanács rendeletének 6. cikk (1) bekezdés b) pont alapján a közös piaccal összeegyeztethetőnek tartotta, így engedélyezte a fúziót.

Jelenleg a Budapesti Értéktőzsde többségi tulajdonosa a CEESEG Holding³⁹, amely maga alá szervezi a bécsi, budapesti, prágai és a ljubljana-i tőzsdéket. A holding keretein belül működik a négy tőzsde vezetői alkotta tanácsadó testület, melynek elsődleges feladata a stratégia valamint az integrációs projektek előkészítése és végrehajtása. A CEESEG jegyzi Kelet- és Közép-Európa piaci kapitalizációjának mintegy felét, illetve a teljes részvényforgalom nagyjából kétharmadáért felelős, így a térség legnagyobb tőzsdecsoportjának számít. A négy tőzsdén 2010-ben összesen 264 céget jegyeztek, több mint

³⁷A blue chippek a legkeresettebb, leglikvidebb papírokat jelentik.

³⁸Nis Jul Clausen, Karsten Engsig Sørensen: im.

³⁹A CEESEG részesedése 50,46%. Jelentős részvényes még az Österreichische Kontrollbank (18,34%), illetve a Magyar Nemzeti Bank (6,94%). Forrás: BÉT közlemény, részvénykönyvi kivonat, 2012. március 31.

170 regionális és nemzetközi bank, illetve befektetési szolgáltató vesz részt a kereskedésben, továbbá 152 szolgáltató gondoskodik az adatok közzétételéről világszerte.⁴⁰

4.3. NYSE Euronext – Deutsche Börse

Az Euronext tőzsdei szövetség 2000 szeptemberében alakult meg: Brüsszel, Párizs és Amsterdam börzéinek közreműködésével. A céljuk világos és ambiciózus volt: Európa első valódi tőzsdei fúzióját kívánták végrehajtani, e célból közös holding alá szerveződtek. Törekvéseik eredményesek lettek: kialakítottak egy harmonizált szabályozási környezetet, komoly IT-fejlesztéseket hajtottak végre, így élre álltak a költséghatékonyságban, amivel igen vonzóvá tették magukat a kibocsátók körében. 2006-ra Európa tőzsdei ügyleteinek 29%-át az Euronext bonyolította, amivel piacvezető lett. 2007 áprilisában az Euronextet felvásárolta a New York-i tőzsde (NYSE - New York Stock Exchange), amivel létrejött a NYSE Euronext.⁴¹ A NYSE Euronext további terjeszkedés céljából pedig az Euronext által már korábban felvásárolni kívánt Deutsche Börse-t nézte ki magának.

A fúzió során követett eljárás hasonló volt a Budapest-Bécs relációban látottakhoz: A Bizottsághoz – tekintettel annak közösségi léptékére – 2011. június 29-én jelentették be előzetesen az összeolvadást, aminek hatására 2011. augusztus 4-én a Bizottság eljárásindításról határozott, *miután a bejelentett összefonódás közös piaccal való összeegyeztethetőségével kapcsolatban a Bizottság komoly kételyeket állapított meg.*⁴²

A fuzionálni készülő felek lobbija végig erőteljes volt, amelynek célja a Bizottság kételyeinek eloszlatása volt. Azokkal a vádakkal szemben, miszerint az esetleges fúzió engedélyezése monopolizálna több piaci szegmenst Európában, továbbá gyakorlatilag megszüntetné ezeken a területeken a versenyt, azzal védekeztek, hogy egy esetleges vétó sértené az európai tőzsdék érdekeit, mivel a befektetők a világ más piacaira vinnék pénzüket. A végső döntést feszült várokozás előzte meg, de mindvégig a fúziót megakadályozó vétó tűnt a reális scenáriónak, a 2012. januári davosi G20-as találkozón sem a NYSE, sem a Deutsche Börse szóvivője nem kívánta kommentálni az előzetes híreszteléseket, miszerint Joaquin Almunia versenyügyi biztos ellenzi a fúziót.⁴³

⁴⁰ CEESEG sajtóközlemény 2010. január 21.

⁴¹ Nis Jul Clausen and Karsten Engsig Sørensen: im.

⁴² Részlet az eljárásindításról szóló határozatból. Ügyszám COMP/M.6166 – Deutsche Börse/NYSE Euronext 2011/C 234/04.

⁴³ Bloomberg: NYSE-Deutsche Boerse Said Lack Support to Overturn EU Ban. Aoifa White és Nandini Shukumar, 2012. január 24.

A határozat végül 2012. február 1-jén született meg: a Bizottság megtiltotta a fúziót, megakadályozva ezzel a sokak által a világ egyik legnagyobb ügletének tekintett összeolvadást. A határozatról kiadott összefoglaló⁴⁴ rámutat arra, hogy a Bizottság igen aprólékosan felkutatta az üggyel kapcsolatos adatokat, így magukat a Feleket is meghallgatta. A rendelkezésre álló indokolás szerint a fúzió a származékos piacon⁴⁵ vérzett el. A származékos termékek piacán való üzletkötésre alapvetően két lehetőség van: vagy tőzsdén (ETDs–*Exchange Traded Derivative*), vagy OTC üglet útján. Az ETDs területen a világ két legnagyobb piaca, vagyis az Eurex, illetve a londoni székhelyű LIFFE (*London International Financial Futures and Options Exchange*) a Deutsche Börse, illetve a NYSE Euronext illetőségébe tartozik. Fúziójukkal pedig az – ETDs piacon – együtt 90%-os részesedéssel bírnának, ami egy kvázi monopolhelyzetet eredményezne, továbbá ellehetetlenítené egy új piaci szereplő megjelenését. A Felek érveltek azzal, hogy az OTC piacon az ő fúziójuk nem eredményezne monopolhelyzetet, ott pedig kereskedhetne az, akit hátrányosan érintene az összeolvadás, tekintve, hogy a két szintér (OTC, ETDs) felcserélhetők.⁴⁶ A Bizottság nem fogadta el ezt az argumentumot, tekintve, hogy a befektetők a két piacot különböző módon és célokra használják. Az ETDs igénybevétele ugyanis jóval alacsonyabb költségvonzattal és egészen más szabályozási környezettel jár, mint az alapvetően drága OTC-üglet, így azok semmiképpen sem feleltethetők meg egymással.

Szintén helytelenítette a Felek azon érvelését a Bizottság, hogy a fúzióval a likviditás növekedne, a testület éppen egy ezzel ellenétes folyamatot láttat, aláhúзва azt, hogy a verseny inkább növeli az eszközmennyiséget. Helytelenítette az összeolvadást a Bizottság azért is, mivel az – véleményük szerint – aláássa a technikai fejlődés lehetőségét.

Ezekre való figyelemmel nem jöhetett létre Európa legnagyobb tőzsdefúziója, komoly – és talán szükséges – gátat képezve a tőzsdeintegráció előtt. Reális volt ugyanis a veszély, hogy ez egyfajta vadhajítás lehet, ami aláássa a közös tőkepiac organikus harmonizálódását.

Mindez a tőzsdei integráció intézményi vetületének végét jelenti, így tekintetünket az ezzel párhuzamosan futó másik sínszálra, az anyagi szabályok vetületére helyezhetjük.

⁴⁴ IP/12/94. Az egyszerű jogkereső számára (még) nem érhető el a határozat teljes szövege.

⁴⁵ Származtatott (derivatív) üglet: olyan üglet, amelynek értéke az alapjául szolgáló pénzügyi eszköz, deviza, áru vagy referenciárata (alaptermék) értékétől függ és önálló kereskedés tárgyát képezi. (Tpt. 5. § 117. pont)

⁴⁶ A különbség kiválóan tetten érhető a tőzsdén (*futures*) és a tőzsdén kívül kötött (*forward*) határidős ügletek esetében. (A határidős üglet derivatívának minősül.) A tőzsdei határidős üglet esetén napi elszámolás van, ami azt jelenti, hogy a nap végi elszámolóár és a határidős ár közti különbözet elszámolásra kerül, ez rossz esetben a befektetett tőkét meghaladó veszteséghez is vezethet. Jellegadó különbség még, hogy a tőzsdén inkább spekulatív határidős ügletek kötődnek, amiktől egy ellenirányú üglettel könnyedén meg lehet szabadulni, míg a tőzsdén kívül jellemző a fizikai szállítás.

5. Anyagi jogi szabályok

Talán nem a legszerencsésebb megfogalmazás a tőzsde mindennapi működését rendező jogszabályokat az anyagi jogi fogalom alá rendezni, de úgy gondolom, hogy ez a kifejezés kellően demonstrálja azt, amit érzékeltetni szándékozom. Az intézményre vonatkozó szabályok – véleményem szerint – felettébb statikusak. Egy-egy tőzsdefúzióhoz, avagy egy alternatív rendszer kialakításához évek szükségesek, hosszas tárgyalások sora által érhető el a kívánt gyümölcs. Ezen idő alatt a tőzsdéknek működniük kell: üzemeltesse bárki, legyen tagja bármely szövetségnek, reggel akkor is csengetni fognak a kereskedőknek. Addig pedig a szükséges joghelyzeteket rendezni kell a tőzsdén kereskedett részvény egész „életében”, legyen bár nézőpontunk a befektető, vagy a kibocsátó, és erre talán már a dinamikus jelző is enyhe lenne, tekintettel arra, hogy másodpercek alatt ezres nagyságrendben köttetnek ügyletek a tőzsdén.

Meglátásom szerint a jogalkotónak e terület szabályozása terén örökösen a befektető (részvényes), illetve a társaság (kibocsátó) közötti egyensúlyt kell keresnie, legyen szó bármely kérdésről. A bevezetés során nem érdeke a társaságnak, hogy mindent lehessen róla tudni, és fel kelljen fednie minden rá vonatkozó információt, holott a befektető akkor hozhatna megfelelő döntést, ha ezekkel az adatokkal rendelkezik. A jelentések megtételekor ugyanez a helyzet, úgy, ahogy a kibocsátó közgyűlésein sem lenne szerencsés, hogy egy-egy részvényt birtokló kisbefektető obstruálja a közgyűlést, holott *horribile dictu* ő is tulajdonosa a társaságnak azzal, hogy három-négyezer forintért vett egy OTP részvényt. Az egyensúly kialakítása –amely magában foglalja az egyes érdekek érvényesítésének korlátjait– természetesen méltányolhatóak. Az uniós szintű jogalkotó a közös tőkepiac távlati céljának elérése érdekében magához vonta e jogalkotási tárgykört, leszabályozva a tárgykör princípiumait.

Ennek fényében számos uniós irányelv és rendelet alkottatott meg, amelyek e kérdéseket rendezik. Ennek körében kiemelhetők:

- az Európai Parlament és a Tanács 2001. május 28-i **2001/34/EK** irányelve az értékpapírok hivatalos tőzsdei jegyzésre történő bevezetéséről és az ilyen értékpapírokról közzéteendő információkról, illetve az ezt módosító, az Európai Parlament és a Tanács 2003. november 4-i **2003/71/EK** irányelve az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról, valamint e tárgykörben a Bizottság **809/2004/EK** rendelete

a2003/71/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a tájékoztatókban foglalt információk formátuma, az információk hivatkozással történő beépítése, a tájékoztatók közzététele és a reklámok terjesztése tekintetében történő végrehajtásáról,

- az Európai Parlament és a Tanács 2003. január 28-i **2003/6/EK** irányelve a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés),
- az Európai Parlament és a Tanács 2004. december 15-i **2004/109/EK** irányelve a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról,
- az Európai Parlament és a Tanács 2004. április 21-i **2004/25/EK** irányelve a nyilvános vételi ajánlatról, amely azokat a kérdéseket szabályozza, hogy milyen eljárás követendő abban az esetben, amikor a tőzsdére bevezetett társaságok tekintetében nyilvános vételi ajánlatra kerül sor, ami voltaképpen olyan, egy társaság értékpapírjainak birtokosai számára az összes értékpapír vagy azok egy részének megszerzésére akár kötelezően akár önkéntesen tett (nem a céltársaságtól származó) nyilvános vételi ajánlat, amelynek eredménye vagy célja a céltársaság irányításának a nemzeti joggal összhangban történő megszerzése.⁴⁷ Ezen irányelv szól a kisebbségi részvényesek védelméről, az ajánlatra vonatkozó minimuminformációk köréről, a céltársaság (az a társaság, amelynek irányítását megszerezni törekszenek) kötelezettségeiről, az ajánlatok elfogadásáról, illetve magáról a kizsorítási eljárás folyamatáról, amely biztosítja, hogy 90%-os részesedés felett a többségi tulajdonos a fennmaradó részvények méltányos áron való eladására kötelezze a kisebbségben maradt részvényeseket,⁴⁸
- a MiFID néven elhíresült, korábban már említett **2004/39/EK** irányelv,
- az Európai Parlament és a Tanács 2007. július 11-i **2007/36/EK** irányelve az egyes részvényesi jogok gyakorlásáról a tőzsdén jegyzett társaságokban,
- illetve a nagy jelentőségű Európai Parlament és a Tanács **1095/2010/EU** rendelete az európai felügyeleti hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) létrehozásáról.

⁴⁷ Irányelv 2. cikk (1) a) pont.

⁴⁸ A kizsorítási eljárás alkotmányosságával az Alkotmánybíróság is foglalkozott, az ügy megítélése csaknem tíz évig tartott. A 2007. februári határozat szerint azonban a kisértvényesek jogai, különösen azok azonnali és feltétlen kártalanítása miatt nem értékelhető alkotmányellenes processzusként.

Mindezek sorából – nem alábecsülve egyik fontosságát sem – öt tárgykört érintő irányelveket emelek ki behatóbb vizsgálatra, melyet akár a részvény életéhez viszonyítva is vizsgálhatunk. Így az első körben a bevezetésről szóló szabályok, második körben az átláthatóságra vonatkozó rendelkezések részletezése mutatkozik kézenfekvőnek, majd amikor elérkezik a közgyűlés napja, az erre vonatkozó uniós irányelv (társasági jogi aspektus), és az alig két éves tőkepiaci felügyeleti hatóságra vonatkozó joganyag áttekintését igyekszem megtenni. Mindezt követi a piaci manipulációt megelőzni hivatott joganyag áttekintése. Természetesen a tőzsdei kereskedelemre még megannyi szabály vonatkozik, elég csak a tőzsdék saját kereskedési és bevezetési szabályaira gondolni –ezeknél valóban tetten érhető az „ahány ház annyi szokás” elve–, de ezek a minimumszabályok adják a tőzsdére lépés és az ott tartózkodás európai keretelveit, ennél fogva ezek kiemelése –véleményem szerint– elengedhetetlen a közös tőzsdei jogi környezet tekintetében.

5.1. Bevezetési szabályok

A tőzsdére történő bevezetés minimumfeltételeit a 2001/34/EK irányelv határozta meg az Európai Unió területén, amit később sok tekintetben módosítottak 2003-ban és 2007-ben egyaránt. Az egységesítésre több célból volt szükség: egyrészt ezúton egyenlő védelem nyújtható a befektetőknek azzal, hogy a részükre rendelkezésre bocsátandó információk minimumköre egységes. Másrészt a harmonikus szabályok lehetővé teszik azt, hogy ahol már bevezettek egy részvényt hivatalos tőzsdei kereskedelemre, azt könnyített módon lehessen jegyezni más uniós ország tőzsdéjén, ami mindenképpen egy jelentős, ha nem az egyik legjelentősebb lépés az egységes európai tőkepiac felé.⁴⁹

Az irányelv megszületése óta a több módosítás annak köszönhető, hogy figyelemmel kellett lenni az ezredforduló környékén még jelentős tagállami különbségekre, és ügyelni kellett arra, hogy a változások hirtelensége ne okozzon nem kívánt állapotokat. Ennél fogva nem kizárt, hogy – levonva a pénzügyi válság tanulságait is – újabb bővítéseken, módosításokon fog átesni e tárgykör.

5.1.1. A bevezetésre vonatkozó általános feltételek

A 2001/34/EK irányelv előírja a tagállamoknak, hogy az implementáció során olyan jogi környezetet létesítsenek, amelynek keretein belül a tőzsdei jegyzésre bevezetendő

⁴⁹ E témakör harmonizációja a 70-es évek végén, 80-as évek elején kibocsátott irányelvekkel vette kezdetét, az itt bemutatott jogforrás ezeket átfogó jelleggel szabályozza újra.

részvények mindenben megfelelnek a direktívák rendelkezéseinek, függetlenül attól, hogy a bevezetésre mikor került sor. Meghatározott cikkektől történő eltéréseket, illetve szigorúbb követelmények csak akkor fogantathatók, amennyiben e feltételek nem diszkriminálnak, vagyis minden bevezetésre aspiráló társaságra egyaránt vonatkozik, és e szigorúbb feltételeket a jegyzési folyamat előtt közzétették. Általános feltétel még, hogy a társaság saját tőkéjének legalább egymillió eurónak kell lennie.

5.1.2. A tőzsdei tájékoztató

A tőzsdei bevezetéshez elsődlegesen egy erre készített tájékoztató szükséges, aminek tartalmazni kell minden olyan, a kibocsátóval kapcsolatos információt, amely szükséges ahhoz, hogy a befektetők a vásárlás előtt kellőképpen fel tudják mérni az azzal járó kockázatokat, illetve a társaság pénzügyi kilátásait. A tájékoztatónak tartalmaznia kell egy köznap nyelvezettel, a tájékoztató eredeti nyelvén fogalmazott összefoglalót is, amely voltaképpen a tájékoztató bevezetője. A tájékoztató formátumát, és a benne foglalandó információk minimumkörét a 809/EK/2004 rendeletben foglaltak szerint kell elkészíteni.

A tájékoztató hitelességéért a kibocsátó felelősséggel tartozik, elsősorban annak igazgatási, irányító vagy felügyeleti szervei, e célból meg is kell nevezni a felelős személyek körét. Konkrét ügyben⁵⁰ azonban az Európai Bíróság kimondta azt, hogy nem ellentétes az uniós joggal az, ha a nemzeti (az ügyben görög) jog a tájékoztatóban nem megjelölt személy felelősségét is megállapítja, ha a tájékoztató hibás. A felelősség mértékére vonatkozó szabályozás szerinti, hogy pusztán az összefoglaló téves tájékoztatása alapján ne terhelhessen senkit polgári jogi felelősség. A tájékoztató érvényességi ideje limitált, a szabályozott piacra történő bevezetéstől számítva 12 hónapig marad érvényben. Ezután a kibocsátók kötelesek minden évben kiadni a megelőző 12 hónapban, a tájékoztató módosulását eredményező változásokat tartalmazó dokumentumot.

5.1.3. A tájékoztató terjesztése, nyilvánosságra hozatala

A tőzsdei tájékoztatót mindaddig nem lehet közzétenni, amíg azt az illetékes hatóság jóvá nem hagyta. A jóváhagyás kérdésében hozott határozatról a hatóság 10 napon belül értesíti a kibocsátót. Ezt akkor teheti meg, amennyiben meggyőződött annak hitelességéről, illetve az irányelv rendelkezéseinek megfelelőnek találja. A tőzsdei tájékoztatót – amennyiben azt jóváhagyták – közzé kell tenni, vagy a bevezetésben érintett tagállam széles körben

⁵⁰ C-430/05

olvasott egy vagy több újságában, vagy ingyenes brosrák útján kell terjeszteni annak a tőzsdének vagy azoknak a tőzsdéknek az irodáiban, ahol az értékpapírok bevezetését hivatalos tőzsdei jegyzésre kérelmezik, avagy a kibocsátó, a szabályozott piac vagy a székhely szerinti illetékes tagállam hatóságának weblapján. A tőzsdei tájékoztató nyilvánosságra hozatalára a lehető leggyorsabban, de ésszerű időn belül, legkésőbb a jegyzés megkezdéséig kell sort keríteni.

5.1.4. Az illetékes hatóság fogalma, döntés a bevezetésről

A korábbi szabályozás szerint minden tagállam köteles volt kijelölni azt az egy vagy több hatóságot, amely hatáskörrel rendelkezik a tárgykörrel kapcsolatosan, és e döntéséről tájékoztatta a Bizottságot. Így a hatáskörök megoszolhattak a hatóságok között, azonban a módosítás után már csak egy hatóságot lehet kijelölni hatáskörrel rendelkező szervként. Az irányelv meghatározza azokat a minimumhatásköröket, amit ezen hatóságoknak bírniuk kell, így például előírhatnak kiegészítő információk megadására vonatkozó kötelezettséget, dokumentumszolgáltatási kötelezettséget, a reklámok betiltására vagy felfüggesztésére vonatkozó hatáskört, ugyanígy biztosítani kell, hogy a felfüggesztésről is határozhasson, legfeljebb 10 napra, ha a rendelkezéseket megsértették.

A bevezetésről való döntést a tagállamban illetékes hatóság jogosult meghozni, e körben tehát jogosultak elutasítani a bevezetés iránti kérelmet, amennyiben a kibocsátó helyzete olyan, hogy az veszélyezteti a befektetői érdekeket.⁵¹ Ezek és más szankciók sérelme nélkül a hatóság jogosult közzétenni azt, hogy az adott kibocsátó nem tesz eleget a kibocsátáshoz fűzött követelményeknek, ha ebből fakadó kötelezettségeit nem teljesíti, de utólag ilyen okból határozatában felfüggesztheti a részvény kereskedését, illetve megszüntetheti a jegyzést is.

Az irányelvek előírják, hogy lehessen jogorvoslatot keresni az illetékes hatóságok által valamely értékpapír hivatalos tőzsdei jegyzésre történő bevezetésének elutasítására vagy a tőzsdei jegyzés megszüntetése tárgyában hozott határozatával szemben.

5.1.5. Határon átnyúló kibocsátások

A határon átnyúló kibocsátások intézménye kiemelt jelentőségű a részvények országok közötti átjárhatóságát tekintetében. A szabályozás alapján, amennyiben a kibocsátó székhelyén kívüli tagállam szabályozott piacára kívánják az adott részvényt bevezetni, akkor

⁵¹ A hatóság jogosult egyéb, a tőzsdei tájékoztatón felüli további tájékoztatás bekérésére a kérelmező részéről. A döntést a kérelem kézhezvételétől hat hónapon belül kell meghozni; a hatóság hallgatása a kérelem elutasításának minősül, amely ellen szintén lehet jogorvoslattal élni.

a székhely szerinti tagállam által jóváhagyott tájékoztató és annak minden kiegészítő jegyzéke bármelyszámú fogadó tagállamban történő bevezetésre érvényes, feltéve, hogy a fogadó tagállam illetékes hatóságát értesítették.⁵² Az értesítést a kibocsátónak székhelye szerint illetékes hatóságnál kell kezdeményezni, aki három munkanapon belül megküldi a fogadó állam hatóságának a bevezetésről szóló igazolást. Ezen feltételek teljesülése esetén a fogadó tagállamok még csak jóvá sem hagyhatják a tájékoztatókat, illetve velük szemben eljárást nem indíthatnak. A nyelvek tekintetében a tájékoztató főszabályként a kibocsátó székhelye szerinti nyelv(ek)hez igazodik, de amennyiben más tagállamban is bevezetésre kerül a részvény, akkor választani lehet, hogy az illetékes hatóság által elismert nyelven, vagy a nemzetközi pénzügyi világ szokásos nyelvén nyújtják be, lefordítási kötelezettség csupán az összefoglalóval kapcsolatosan áll fenn. Ez az eljárás uniós *útlevelet* biztosít a részvényeknek a tagállamok közötti átjárásra.

Ha a kibocsátó harmadik országban rendelkezik székhellyel, akkor lehetőség van arra, hogy a harmadik ország hatósága által kibocsátott tájékoztató elfogadásra kerüljön az Európai Unió területén. Ehhez két feltétel együttes teljesülésére van szükség: egyrészt az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete által megkívánt előírásoknak - ideértve az IOSCO⁵³ nemzetközi előírásokat- kell megfelelnie a tájékoztatónak, másrészt az ezekben foglalt adatok és információk körének egyeznie kell az uniós jogszabályokban meghatározottakkal.

5.2. A kibocsátói transzparencia

A kibocsátótól származó friss információkra nem csak a részvény szabályozott piacra történő bevezetések, hanem tőzsdén történő kereskedése alatt folyamatosan szükség van, annak az érdekében, hogy a befektetők, illetve a már részvényesek nyomon tudják követni a pénzügyi és piaci kilátásokat. „Jelentési szezonban” ugyanis mindig nagy a mozgolódás, feszült pillanatok uralkodnak a tőzsdén, ugyanis némely bejelentés az egész piaci hangulatot képes befolyásolni. Az ilyen jelentésekre, vagyis a társaság működésével kapcsolatos folyamatos információ-kibocsátásra tehát – a befektetések kvalitatív és kvantitatív meghatározása szempontjából– óhatatlanul szükség van. Az Európán belüli integrált tőkepiac kiépítését, illetve az – azonos helyzetben lévő részvényesek közti – egyenlő bánásmód elvét csak akkor lehet biztosítani, ha e témakör alapjai egységes szabályozottsággal bírnak. Ezt a célt hivatott betölteni a Parlament és Tanács 2004/109/EK irányelve (mely több módosításon

⁵² 2003/71/EK irányelv 17. cikk.

⁵³ IOSCO - International Organization of Securities Commissions

is átesett, többek között az egységes felügyeleti rendszer megalkotásának következtében), mely a fenti célokat deklarálja. Elvi élel fekteti le továbbá az irányelv, hogy az egységesítés hatására megszűnhet az a jelenség, hogy a kibocsátó székhelyétől eltérő tagállamok a szabályozott piacokra történő belépést úgy hátráltassák, hogy szigorú követelményeket támasztanak velük szemben. Kiemelendő az irányelvvel kapcsolatban, hogy a kibocsátó felelős az általa közzétett adatok hitelességéért. A felelősség a kibocsátót vagy a kibocsátó igazgatási, vezetési, vagy felügyeleti testületeit terheli. A felelősség mértéke azonban tagállami hatáskört képez.

Alapvető koncepcióját az irányelvnek az időszakos és az állandó (folyamatos) jelentési kötelezettségek jelentik. Az irányelv elvi jelentőségű célja, hogy az időszakos jelentések sűrűn, negyedévente kövessék egymást, illetve a félévkor közzétenni esedékes adatok körét szélesre tárja. Az összehasonlíthatóságot az irányelv szerint a 1606/2002/EK európai parlamenti és tanácsi rendelet biztosítja, mely egységes számviteli sztenderdeket határoz meg e kérdésben.

5.2.1. Az éves pénzügyi beszámolók

Az éves pénzügyi jelentéseket az egyes pénzügyi évek végétől számított négy hónapon belül kell közzétenni, és gondoskodni kell, hogy az öt évig elérhető maradjon. Az éves jelentés három részt foglal magában:

- a) az auditált pénzügyi kimutatás,
- b) a vezetőségi beszámoló,
- c) a kibocsátón belüli felelős személyek – akiknek a nevét és beosztását egyértelműen jelezni kell – arra vonatkozó nyilatkozata, hogy legjobb tudásuk szerint, az alkalmazható számviteli standardok alapján elkészített pénzügyi kimutatások valós és megbízható képet adnak a kibocsátó és az összesítés egészében szereplő vállalkozások eszközeiről, kötelezettségeiről, pénzügyi helyzetéről, valamint nyereségéről és veszteségéről, továbbá, hogy a vezetőségi beszámoló megbízhatóan tekinti át a vállalkozás fejlődését és teljesítményét, a kibocsátó és az összesítés egészében szereplő vállalkozások helyzetét, ismertetve a főbb kockázatokat és a bizonytalansági tényezőket is.⁵⁴

Utóbbi hosszas feltételre a felelősség megállapítása tekintetében van szükség.

⁵⁴ Irányelv 4. cikk (2).

5.2.2. Féléves pénzügyi beszámolók

A féléves pénzügyi beszámolók szerepe a kibocsátó év közbeni értékelhetőségét teszi lehetővé. A féléves jelentést a félév lezárását követő két hónappal közzé kell tenni, és gondoskodni kell róla, hogy az öt évig elérhető maradjon. Tartalmaznia kell:

- a) a pénzügyi kimutatások kivonatát,
- b) időközi vezetőségi nyilatkozatot,
- c) illetve a kibocsátott információk hitelességéért felelős személyek nyilatkozatát arra vonatkozólag, hogy tudomásuk szerint az adatok a valóságot láttatják.

A félévkor teendő időközi vezetőségi nyilatkozatnak az év első hat hónapjában bekövetkezett fontosabb pénzügyi eseményekről kell tájékoztatnia, továbbá feltárja a következő hat hónapra várható pénzügyi kockázatokat, és a bizonytalan tényezőket. E jelentésnek a kibocsátó nagyobb ügyleteit is magában kell foglalnia.

5.2.3. Időközi vezetőségi nyilatkozatok

Az időközi vezetőségi nyilatkozatok irányelvi meghatározottsága szubszidiárius jellegű, csak akkor érvényesül, amennyiben a kibocsátó – nemzeti jogi szabályai, szabályozott piaca szabálya szerint, vagy saját elhatározásból – negyedéves pénzügyi beszámolót nem tesz. Így az instrumentum célja az, hogy a megnyitott pénzügyi félév közben is legyen lehetőség a kibocsátó helyzetéről hiteles információhoz jutni. Ennek keretében a kibocsátó magyarázatot ad az adott időszak során történt jelentős tranzakciókra, valamint nyilatkozik azok pénzügyi helyzetre gyakorolt hatásáról, valamint általános leírást ad a kibocsátó és a kibocsátó ellenőrzött vállalkozásai pénzügyi helyzetéről.

5.2.4. Folyamatos információk

A folyamatos információk köre két szakaszban szabályozott. Az első szakaszban a nagy értékpapír-állományok megvásárlásával vagy értékesítésével – a szavazati jogok jelentős arányának megszerzése vagy eladása –, illetve a nagy értékpapír-állomány bejelentésével és nyilvánosságra-hozatalával kapcsolatos eljárások kerülnek szabályozásra. A második szakaszban elvi jellegű jogosultságok – melyek a kibocsátó kötelezettségei – megállapításai találhatók a szabályozott piacra bevezetett részvények tulajdonosai részére.

5.2.4.1. Az első szakasz

Abban az esetben, amennyiben a szabályozott piacra bevezetett részvényekhez szavazati jog kapcsolódik, bizonyos körben a kibocsátó székhelye szerinti államnak biztosítania kell azt, hogy a kibocsátó tudomást szerezzen arról, amennyiben a részvényekkel járó szavazati jog bizonyos szintet meghalad, vagy az alá esik. A tájékoztatási kötelezettség beállítására százalékos küszöbértékek irányadóak. Ezek az értékek a *szavazati jog* arányában 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 75%. A szavazati jog szempontjából be kell számítani azokat a részvényeket is, amelyekkel járó szavazati jogot felfüggesztették.

Szintén ilyen tájékoztatást kell adni abban az esetben, amennyiben egy részvényes ezeket a küszöbértékeket harmadik, kibocsátó részvényeit birtokló személy részvényei feletti ellenőrzéssel szerez, például ha köztük olyan megállapodás kötött, hogy részvényesi politikájukat összehangolva szavaznak, vagy ellenérték fejében ideiglenesen a részvényeket átruházták.

Az ilyen eseményekről a kibocsátót minél hamarabb, de legkésőbb négy kereskedési napon belül tájékoztatni kell, megosztva vele az alábbi információkat:

- a) szavazati jogok tekintetében kialakuló helyzetet,
- b) adott esetben az ellenőrzött vállalkozások láncolata, amelyeken keresztül a szavazati jogokat ténylegesen birtokolják,
- c) a küszöbérték átlépésének vagy alá esésének időpontját,
- d) a részvényes személyazonosságát.

5.2.4.2. A második szakasz

A második szakasz elvi jelentőségű megállapítása az azonos helyzetben lévő részvényesek azonos megítélése. A kibocsátó köteles gondoskodni arról, hogy a részvényesi jogok gyakorlásához szükséges információk teljességükben a székhely szerinti államban mindig elérhetőek legyenek. A részvényesek nem akadályozhatók meg jogaik azon ország jogszabályai alapján meghatalmazott útján történő gyakorlásában, ahol a kibocsátó részvényét jegyzi.

5.3. A közgyűlés uniós szabályai

A részvénytársaság közgyűlése annak legfőbb szerve. Alapvető joga – lehet, ha ahhoz ezen jogok társulnak – a részvényesnek, hogy azon részt vegyen, és mint tulajdonos közreműködjön a testület hatáskörébe utalt ügyek intézésében, tehát szavazzon, kérdezzen, indítványozzon, stb. A tőzsdén jegyzett társaságok részvényeseinek sokszor meg sem fordul a

fejükben, hogy a közgyűlésen részt vegyenek, hiszen részvényeiket pusztán spekulatív célból vásárolták, azzal, hogy az árfolyam emelkedéséből realizálható haszonnal eladják. Ez azonban nem érintheti hátrányosan azoknak az intézményi, szakmai vagy egyéb okból nagyobb részvénytulajdonosokkal rendelkező tulajdonosok (befektetők) jogait, akik nem csupán passzív tulajdonosi szerepre vágnak. Tovább bonyolítja a tőzsdén jegyzett társaságok esetén a helyzetet az, hogy a részvényesek szerte a világban lehetnek: óhatatlan, hogy valahogy le kell bontani a földrajzi különbségek képezte akadályokat.

Az európai jogalkotó e tárgykört a 2007/36/EK irányelv kereti között szabályozza, amely voltaképpen a jegyzésre irányadó irányelv(ek)et, illetve az átláthatósággal kapcsolatos irányelvet (ld. korábban) egészíti ki. Megalkotására jelentős hatással volt a 2003. május 21-én kelt, a Bizottság által a Parlamentnek és a Tanácsnak készített cselekvési terv, amelynek célkitűzése volt a társasági jogi irányelvek felülvizsgálata, modernizálása. Az akcióterv a részvényesi jogok erősítését és a hitelezők védelmét kívánta megvalósítani, elsősorban a tőzsdén jegyzett részvénytársaságok szabályainak reformjával.⁵⁵ Az irányelv fő célkitűzése a részvényesi jogok gyakorlásának elősegítése, különös tekintettel a modern technika által lehetővé tett kapcsolattartási eszközök igénybevétele útján.

Az irányelv elvi élel fekteti le az azonos helyzetű részvényes - azonos bánásmód elvet. A Közgyűlésre szóló meghívót 21 nappal korábban kell eljuttatni a részvényeshez. A meghívóban a közgyűléssel kapcsolatos alapvető információkon kívül számos más tájékoztatási kötelezettsége is fennáll a társaságnak, így különösen szerepelnie kell azon eljárások pontos ismertetésének, amelyeket a részvényesnek be kell tartani az ott történő részvétel és szavazás lehetősége érdekében: e körben a képviselő elektronikus úton történő meghatalmazásának lehetőségét és a postai vagy elektronikus szavazás lehetőségét. A társaságnak legalább a közgyűlést megelőzően 21 nappal interneten elérhetővé kell tennie a meghívót, az összehívás napján a részvények és szavazati jogok összességét, illetve a közgyűlés által megtárgyalandó ügyeket (pl. határozattervezeteket).

Az irányelv által, a közgyűlésre irányadott szabályok szerint a közgyűlésen az indokolással ellátott határozattervezetek benyújtására vonatkozó minimum támogatottság nem lehet magasabb 5%-nál, ha a tagállam meghatároz ilyen minimumértéket. A tagállamoknak biztosítani kell, hogy a közgyűlésen történő részvétel szempontjából a *fordulónap* legyen irányadó. Ez többek között azt jelenti, hogy a részvényesnek a részvételi és szavazási jogot

⁵⁵ Sándor István: Változási tendenciák a társasági jogban a 21. század elején. Gazdaság és Jog, 2011. január 11.,18. p.

nem lehet olyan feltételhez kötni, hogy részvényeiket egy másik természetes vagy jogi személynél letétbe helyezték.

Nóvuma az irányelvnek a modern kapcsolattartási technikák legitimálása. Így a közgyűlésen – amennyiben a társaság azt felajánlja – az elektronikus eszköz útján történő részvétel lehetősége. Ennek keretében szó lehet valós idejű közvetítésről, valós idejű kétirányú kapcsolattartásról, illetve olyan szavazási mechanizmusokról, amelyek a személyes részvételt szükségtelessé teszik. Az elektronikus eszközök használatának csak annyiban lehet gátat szabni, hogy a részvényes személyazonosságát igazolni tudja, illetve a kommunikáció biztonságosságának garantáltnak kell lennie.

A képviselő útján történő szavazáshoz a képviselő személyével szemben csak annak jogképessége lehet minimum szempont. Az irányelv lehetővé teszi a meghatalmazás elektronikus fogadását, ennek érdekében minden társaságnak ki kell dolgozni egy hatékony informatikai rendszert, de a meghatalmazásnak mindig írásban kell történnie, illetve itt is – illetve a levélben szavazásnál is – alapvető körülmény, hogy a részvényes személye kétséget kizáróan kiderüljön.

A szavazás eredményének megállapítása során a társaság elsőként megállapítja azon részvények számát, amelyek tekintetében érvényes szavazatot adtak le, az ezek által képviselt alaptőke-részesedést, az érvényesen leadott szavazatok teljes számát, valamint a határozattal kapcsolatos pro és kontra, valamint a tartózkodások számát. Ha egy részvényes sem ragaszkodik hozzá, ezen információk számát pusztán a többség elérésének tényére lehet redukálni. A szavazást követő 15 napon belül a társaság köteles feltenni ezen információkat az internetes honlapjára.

5.4. A felügyeleti és szabályozó hatóság (ESMA)

Az európai szintű értékpapír-piaci hatósági felügyelet létrehozása már a Pénzügyi Szolgáltatásai Akcióterv 1999-es elfogadásakor is felmerült, azonban az újító szándék akkor még nem érte el célját, e szerepet a 2001/527/EK határozattal létrehozott Európai Értékpapír-piaci Szabályozók Bizottsága (CESR) igyekezett betölteni, de az erősebb integrációra vonatkozó igény folyamatosan mutatkozott. A Lehmann Brothers bedőlésével 2008 őszén kezdődő pénzügyi, majd gazdasági válság rádöbbsentette az európai jogalkotót, hogy a széttörédezett nemzeti hatósági felügyeleti rendszer nem alkalmas arra, hogy a rendkívül bonyolulttá váló pénzügyi világban hatékonyan biztosítsa a piacok működését.

A felügyeleti rendszer struktúrája tekintetében alapvetően kétféle intézményi felépítés képzelhető el: vagy egy nagy hatáskörű hatóság szabályozza a pénzvilág tereumát, mint például az Egyesült Királyságban vagy Németországban, vagy az Egyesült Államok mintája szerint különböző szakterületek különböző hivatalok útján kerülnek ellenőrzésre⁵⁶. Az európai felügyeleti rendszer alapját képező Jacques de Larosiére nevével fémjelzett jelentés utóbbi irányába hajlott. A felügyeleti rendszer kétszintű: az első szinten az Európai Rendszerkockázati Testület⁵⁷ helyezkedik el – mely jogi jellegét tekintve nem hatóság –, míg a második szinten a harmadik szintű bizottságok (3L3) helyébe lépő hatóságként működő szervek kerültek, így:

- a) Európai Bankhatóság (*European Banking Authority* –1093/2010/EU rendelet),
- b) Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-hatóság (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*– 1094/10/EU rendelet),
- c) Európai Értékpapír-piaci Hatóság (*European Securities and Markets Authority* – 1095/2010/EU rendelet).

Az életre hívott felügyeleti rendszer célja többértű: egyrészt biztosítani kívánja, hogy a pénzügyi piacon szereplőkre vonatkozó szabályozások az unió területén egységesen kerüljenek alkalmazásra, másrészt a belső piac működőképességének fokozása, különösen a szabályozás és a felügyelet magas, hatékony és egyenletes szintje révén – a tagállamok különböző érdekeinek, valamint a pénzügyi piaci szereplők eltérő jellegének figyelembevételével. Az európai szintű és a nemzeti hatóságok kapcsolatát tekintve azok együttes integrált hálózatot alkotnak. A napi jellegű feladatok a nemzeti hatóságnál maradtak, míg a szélesebb spektrumú, rendszerszintű felügyelet került uniós szintre. Az ESMA létrejöttével teljes egészében átvette a korábbi CESR szerepét. Céljainak elérése érdekében jogi személyiséggel, valamint adminisztratív és pénzügyi autonómiával rendelkezik.

Az ESMA konkrét feladatai körében köteles hozzájárulni a magas színvonalú jogalkotási gyakorlat előmozdításához, azok végrehajtásához, koordinálja továbbá az egyes nemzeti hatóságok közötti kommunikációt, igyekszik feloldani a közöttük keletkező konfliktusokat, illetve velük szemben eljár, ha nem követik ez uniós normákat. Mindezekon túl a hatóság köteles a hatáskörébe tartozó ügyekben megfigyelni és elemezni a piaci

⁵⁶ Thomas Werlen and Philip R. Wood: Liability of Stock Exchange Authorities and Regulators. *Zeitschrift für Schweizeres Recht*. 2005. 614-642. p.

⁵⁷ A Rendszerkockázati Testület létrehozatala, illetve a kétszintű felügyelet kiemelkedő fontosságú volt, amelynek lényegére a pénzügyi válság mutatott rá. A RKT a pénzügyi rendszer globális jelenségeit és kilátásait vizsgálja, rendkívül fontos az előrejelző szerepe. Működésében az Európai Központi Bank játssza a legfontosabb szerepet.

folyamatokat, elősegíteni a befektetők védelmét. Szerepet kapott a fogyasztóvédelem terén is, e körben támogatja a piaci átláthatóságot és méltányosságot. A válság tanulságait összegezve pedig különleges vészhelyzetek esetére szóló hatásköröket kapott az ESMA (ld. lejjebb).

Jogalkotási vonzatú szerepe a Hatóságnak a szabályozástechnikai és a végrehajtástechnikai standardok terén, illetve különböző iránymutatások és ajánlások kidolgozása terén csúcsosodik ki. A standardokat a Hatóság dolgozza ki, és azokat a Bizottságnak kell jóváhagyni. Alapvető követelmény velük szemben, hogy valóban technikai jellegűek legyenek, tehát nem járhatnak stratégiai vagy szakpolitikai döntéssel, tartalmukat pedig az alapul szolgáló uniós aktusok szabják meg. Az iránymutatások és ajánlások a következetes és hatékony piacfelügyelet elérésének eszközei. Címzettjei a nemzeti hatóságok és a pénzügyi piaci szereplők lehetnek, akiknek igyekezniük kell ezeket megtartva eljárniuk. A nemzeti hatóságok két hónapon belül írásos indokolással ellátott derogációt nyújthatnak be az adott iránymutatással szemben, jelezve, hogy annak nem kívánnak megfelelni.

Szervezetét tekintve a hatóság az alábbi részekből épül fel:

- a) felügyeleti tanács, amely az ESMA fő döntéshozatali szerve: iránymutatást ad a Hatóság munkájához, meghozza a határozatokat, véleményeket és ajánlásokat fogalmaz meg, valamint elfogadja az ESMA többéves munkaprogramját, amelyet tájékoztatásul továbbít az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak és a Bizottságnak. Tagjai a következők:
 - aa) az elnök, aki nem rendelkezik szavazati joggal;
 - ab) az egyes tagállamok pénzügyi piaci szereplőinek felügyeletére hatáskörrel rendelkező nemzeti hatóság vezetője, aki évente legalább kétszer személyesen vesz részt a felügyeleti tanács ülésén;
 - ac) a Bizottság egy képviselője, aki nem rendelkezik szavazati joggal;
 - ad) az Európai Rendszerkockázati Testület egy képviselője, aki nem rendelkezik szavazati joggal.
- b) Az igazgatótanács, melynek tagsága az elnökből és a felügyeleti tanács szavazati joggal rendelkező tagjai által a felügyeleti tanács tagjainak szavazati joggal rendelkező sorából választott hat másik személyből áll. Az elnökön kívüli személyek helyére–akadályoztatásuk esetére– póttag választandó. Az igazgatótanács biztosítja, hogy az ESMA a jogszabályoknak megfelelően teljesítse megbízatását és elvégezze a rábízott feladatokat. Szintén az igazgatótanács készíti elő és nyújtja be a felügyeleti tanácsnak a többéves munkaprogramot.

- c) Az elnök, aki reprezentálja az ESMA-t. Pozícióját a felügyeleti tanács nyílt pályázat útján nyerheti el, egyszer meghosszabbítható öt éves időszakra. Az elnök feladata a felügyeleti tanács munkájának előkészítése, illetve vezeti annak és az igazgatótanács üléseit.
- d) Az ügyvezető igazgató, aki az ESMA-t irányítja. Kinevezése tekintetében fontos különbség az elnökkel szemben, hogy az ő megbízását az Európai Parlamentnek jóvá kell hagynia, míg az Elnök mandátumszerzésével szemben csak felszólalhat. Az ügyvezető igazgató előkészíti az igazgatótanács munkáját, és felel a többéves munkaprogram megvalósulásáért.
- e) A fellebbviteli tanács, amelynek szerepe az ESMA által alkotott aktusok felülvizsgálata. Az ilyen aktusokkal szembeni felülvizsgálati jog ugyanis bárkit megillet, akire nézve az ESMA ilyet alkotott. A fellebbviteli tanács ezeket a jogorvoslatokat bírálja el, és bár a végrehajtásra felfüggesztő hatálya nincs, azt felfüggesztheti. Kedvezőtlen fellebbviteli döntés esetén pedig az Európai Bírósághoz lehet fordulni.

Kiemelendő, hogy a három pénzügyi területen tevékenykedő hatóságnak közös testületük is van, melyek célja a felügyeleti tevékenység és a szabályozás harmonizációja. Az ESMA összes testületére és vezetőjére vonatkozik a függetlenség alapvető kritériuma, amely alapján azok nem fogadhatnak el mástól instrukciót, illetve döntéseik meghozatala során kizárólag az Európai Unió érdekeit tarthatják szemük előtt.

Feljebb kifejtésre került, hogy az európai pénzügyi felügyeleti rendszer hatóságai – jellemzően a pénzügyi válság tanulságait levonva - jogosultságot szereztek vészhelyzetek esetén történő beavatkozáshoz. A különleges intézkedésekre okot adó körülmények súlyosságát tekintve két szintet különböztethetünk meg: az enyhébb fokú rendellenesség az olyan káros helyzet, mely komolyan veszélyeztetheti a pénzügyi piacok szabályos működését, integritását és stabilitását. Ebben az esetben a Hatóságoknak koordináló szerepet kell betölteniük, amely a nemzeti hatóságok közötti együttműködés felügyeletét, irányítását jelenti, ezen esetben a Hatóság képviselőit a fennálló helyzetről folyamatosan tájékoztatni kell, illetve képviselőjét az egyeztető tárgyalásokra meg kell hívni.

A súlyosabb következményekkel fenyegető esetekben a Tanács – a többi szervvel történt konzultáció után - a Hatóságoknak címzett határozatában vészhelyzet fennállását állapíthatja meg. Ezen esetben a vészhelyzet menedzselése céljából a Hatóságok egyedi határozatokat hozhatnak, melyek címzettjei a többi hatáskörrel rendelkező hatóság. Amennyiben a

határozatokat nem teljesítené a címzett hatóság, akkor a Hatóság a piaci szereplőre nézve egyedi határozatot hozhat.

Eklatáns példája a vészhelyzetben történő beavatkozás lehetőségének az Európai Értékpapír Hatóság short ügyletek korlátozásával kapcsolatos jogköre. A pénzügyi válság kitörésekor a jelentős károk elszívódásának megelőzése végett számos országban, így többek között Japánban és az Egyesült Államokban is korlátozták az árfolyamok esésére játszó short ügyletek megkötését, ám e kérdéskör Európában uniós szintű szabályozottsággal nem bírt, következésképp erősen fragmentált volt. A hiányosság leküzdésére az Európai Parlament és Tanács 236/2012/EU rendelete szolgál, mely számos aspektusát rendezi a kérdésnek, többek között a short ügyletek korlátozását is. A korlátozásokra elsősorban a nemzeti hatóságoknak van hatáskörük, de azok hallgatása, helytelen veszélykezelése vagy határokon átnyúló és az egész uniós rendszer ellen irányuló fenyegetettség esetén az Európai Értékpapír Hatóság maga is határozhat arról, hogy természetes vagy jogi személy az árfolyam esése eredményezte nyereségét ne realizálhassa.⁵⁸ Ezek a szabályok elősegíthetik az árfolyamok fundamentálisan legkevésbé megalapozott drámai esését.

5.5. A piac tisztaságának védelme

A tőzsdei piac tisztaságának és integritásának védelme elsőrendű fontosságú kérdés. Számos eset mutatja azt, hogy a bennfentes információ birtokában lévő személy kimagasló haszonra tehet szert, ha az általa ismert tény tudatában jár el a kereskedés során. E körben kiemelhető Soros György és a francia Sociétés Générales esete, ahol francia befektetők Soros György tud ra ad t k felvásárlási szándékukat,   pedig ezen információ birtokában jelent s részesedést szerzett az említett bankban, majd a felvásárlási szándék miatt emelkedő árfolyamból jelent s nyereségre tett szert. Végső soron ezt a tettet 940 ezer eurós bírság követett, azonban a jogalkotási hiányosságok, - jelesül, hogy a francia rendelkezések nem egyértelműek - a tárgyaláson mindvégig jelen voltak. A piac védelme szempontjából kimagasló fontosságú kérdéskört – a már korábban vázolt keretrendszerben - az Európai Parlament és a Tanács 2003. január 28-i 2003/6/EK  r nyelve a bennfentes kereskedelemről

⁵⁸ A shorttilalom a hivatkozott rendelet 23. cikk (5) bekezdés szerint nemzeti hatóságok által likvid papírok esetében főszabályként akkor rendelhető el, ha annak értéke legalább 10%-al csökkent egy napon belül a b zis rhoz képest. Nota bene a Budapesti  rt kt zsde Kereskedési Kódexének 13.3.1. pontja szerint 10%-os es s esetén az adott papír kereskedését f lf ggesztik.

és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szabályozza, amely szerint a piaci visszaélés gyűjtőfogalma két részből áll: bennfentes kereskedelemről és piaci manipulációból. A bennfentes kereskedelem elleni jogszabályok célja megegyezik a piaci manipuláció elleni jogszabályok célkitűzéseivel: ez a közösségi pénzügyi piacok integritásának biztosítása és az e piacok iránti befektetői bizalom erősítése.⁵⁹ A bennfentes információ az irányelvi meghatározás szerint *olyan pontos információ, amelyet nem hoztak nyilvánosságra, és amely közvetlenül vagy közvetve pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával, illetve egy vagy több pénzügyi eszközzel kapcsolatos, és amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök áraira*. Konkrét ügyben⁶⁰ az Európai Bíróság megvalósítottan látta a bennfentes kereskedelmet, amikor a Daimler vezető tagja hosszabb ideig fontolgatta a távozását, és az erről szóló határozatot késedelmesen tették közzé, ebből pedig egyes befektetőknek káruk származott.

A piaci manipuláció fogalma alatt az irányelv több esetkört határoz meg:

- a) az első esetkörbe egyrészt a hamis és félrevezető jelzések adása tartozik, melyek a keresletre vagy kínálatra jelentős hatással lehetnek, másrészt több személy összejátszása, melynek célja mesterséges áron rögzíteni egy termék árát, kivéve, ha a befektetőt jogos érdekek vezérelték, illetve a szokásos piaci gyakorlatnak az ügylet megfelelt,
- b) piaci manipuláció valósul meg, ha a cél érdekében fiktív, vagy más manipulatív eszközöket használnak fel,
- c) a klasszikus esete a piaci manipulációnak, amikor a nagy nyilvánosság előtt az adott eszköz vonatkozásában hamis vagy félrevezető információt híresztelnek.

Az esetjogot szerint⁶¹ piaci manipuláció valósul meg akkor is, ha egy befektetési társaság tudomást szerez arról, hogy az ABN Amro Bank „stop loss”⁶² ügyletet kötött bizonyos részvényekre, a befektetési társaság pedig eladási ajánlatok bevitelével befolyásolta az árfolyamot, hogy az essen, keresve azt a pontot, ahol a stop loss aktiválódik, és az ABN Amro által birtokolt összes részvény automatikusan piacra kerül. A kísérletezés sikeres lett, rövid időn belül az adott árfolyam nagyot esett, majd helyreállt, ezen azonban nyereséget könyvelt

⁵⁹ Preambulum 12. pont.

⁶⁰ C-19/11. sz. ügy

⁶¹ C-445/09 számú ügy

⁶² Stop loss ügylet esetén előre meghatározott árfolyamveszteség esetén az ügyletet automatikusan lezáródik.

el a befektetési társaság. Ezen ügyben mondta ki az Európai Bíróság, hogy a mesterséges szinten történő tartás nem feltételez időbeli jelentős hosszúságot.

A bennfentes információval való kereskedést, illetve a piaci manipulációt az irányelv tiltja. A tagállamoknak ezek megelőzésére és szankcionálásra olyan jogi környezetet kell kialakítani, hogy a piacműködtető és egy – az igazságügyi szervek hatáskörének sérelme nélkül – kijelölt közigazgatási szerv közösen kíséreljék meg a destruktív elemeket kiszűrni. A kijelölt hatóság közvetlenül, vagy más jogi személyen keresztül végezheti e tevékenységét, melynek keretében betekinthez bármely iratba, tájékoztatást kérhet bárkitől, helyszíni szemlét tarthat, meglévő felvett telefonbeszélgetéseket és adatforgalmi nyilvántartásokat kérhet be, felfüggesztheti az érintett pénzügyi eszköz kereskedését, vagyontárgyak zárolását, illetve lefoglalását indítványozhatja, de a szakmai tevékenységtől ideiglenes el is tilthat.⁶³ A 2008-as válságot követően a felügyeleti struktúra egységesítése miatt (ld. előző pont) az irányelvet módosítottak, és a létrejövő ESMA jelentős szerepet kapott a nemzeti hatóságok munkájának összehangolásában.

⁶³ Röviden utalhatunk arra, hogy a bennfentes kereskedelem a Btk. 299. §/A szerint büntettnek minősül.

6. Integrált tőzsde

Hogy hol érhet össze a két vasúti sín? A további integráció útja nagyjából ki van kövezve, ugyanakkor látni kell, hogy a piaci feltételek állandó változásban vannak, más körülmények más jogalkotói magatartást követelnek meg. Álláspontom szerint mind az intézményi, mind a joganyagi területen a további egységesítés elkerülhetetlen, amit a piac végső soron ki is fog kényszeríteni, már csak a méretgazdaságosság okán is.

„*Kit hívják, ha Európával szeretnék beszélni?*” – szölt Henry Kissingernek, az Egyesült Államok volt külügyérének örökbecsű mondása. Ha Európán kívüli befektetők volnánk, úgy tehetnénk fel a kérdést, hogy „*Hova tegyem a pénzem, ha Európába akarok fektetni?*” Ezt a kérdést az európai piacok –egyébként természetesen kulturális hagyományokból eredeztethető– széttagoltsága legitimálhatja, tekintve, hogy a világviszonylatban közepesnek mondható európai piac sok kisebb-nagyobb részre van felosztva. A NYSE- Deutsche Börse fúzióval kapcsolatosan is ez volt az egyik pro érv: az egyesüléssel a működést optimalizálni lehetne, vagyis méretgazdaságos lehetne az intézményi háttér, ami a költségek csökkenéséhez vezetne, viszont kontra érvként mindez számos utcára kerülő pénzügyi szakértőt, és az innováció lassulását jelentené.

Én magam a tőzsde európai felépítményének egy háromszintes rendszerét látnám helyénvalónak, ami –mint semmi sem– még nem tökéletes. Az első szinten egy olyan közös intézményi, kereskedési, felügyeleti, stb. háttérrel rendelkező európai hatályú tőzsde lenne, amelyen az öreg kontinens legkeresettebb, leglikvidebb, legnagyobb kapitalizációjú részvényeit lehetne kereskedni. Ez lehetőséget adna arra, hogy legyen bár a kereskedő szingapúri, japán vagy amerikai, ezeket a részvényeket az országra, városra való tekintet nélkül érhetné el, vagy vezethetné be oda társaságát, gyakorlatilag nullára csökkentve az országok közötti szabályozási kockázatot.

A második szintet a jelenlegi nemzeti tőzsdék, a rájuk vonatkozó egységesítési szándékú EU-s szabályozással együtt jelentenék. Itt lennének bevezetve az európai nagytőzsdére nem felkerülő részvények.

A harmadik szintet pedig egy alternatív kereskedési platform jelentené, – célszerűen a jelen dolgozatban is tárgyalt MTF–, amelyeket működtethetne akár a tőzsde –mint Budapesten– akár más intézmény, e körben komoly versenyt lehetne indukálni. Ezeknek az alternatív helyszíneknek kettős céljuk lenne: egyrészt más nemzeti tőzsdén bevezetett részvényeket lehetne itt kereskedni –szintén, mint Budapesten–, továbbá másodsorban ezeken

a helyszíneken a kisebb, fejlődő cégek is szabályozott piacra vihetnék részvényeiket, alacsonyabb fokú feltételekkel, mintha nemzeti tőzsdére listáztatnák magukat. A harmadik szint működését elősegíthetné egy egységes európai alternatív lista, amely olyan társaságok papírjait tartalmazhatná, amelyek igénylik, hogy mutakozó piaci igény esetén más ország alternatív kereskedési rendszerébe listázzák őket. E listára kerülés feltételei egységesen lennének meghatározva. Egy példán megvilágítva, az EGIS részvény kereskedési tulajdonságai alapján vélhetően nem kerülhetne fel az európai szintű nagytőzsdére, a jegyzése maradna Budapesten. Viszont a társaság vezetői igényt tartanak rá, hogy máshol is kereskedhessenek a papírokkal, ami miatt bejegyeztetnék magukat az alternatív listára. Tegyük fel, hogy a prágai tőzsde alternatív rendszerén belül igény mutatkozik az EGIS papír bevezetésére. Ekkor a prágai piacműködtető –a társaság jóváhagyásával– lehívja a részvényt a listáról, és regisztrálja saját rendszerében: a kereskedés útjának indulhat.

Egy ilyen rendszer ellen számos érvet és ellenérvet lehetne felhozni: fennáll a veszélye annak, hogy a második szintű piacok kellő likviditás hiányában kiszáradhatnak, illetve a piaci verseny korlátozódna. Igen kérdéses például⁹, hogy a költségek jelentős csökkenése, az egyszerűsített szabályozási rendszer okozta esetleges likviditásnövekedés a nagytőzsdén ellensúlyozná-e ezeket.

7. Záró gondolatok

Úgy gondolom, hogy a tőkepiacok integrációjának kérdése –amíg Európa nemzeteit az a bölcs felismerés vezeti, hogy csak és kizárólag közösségben lehet képes saját prosperitását biztosítani– örökzöld téma lesz. Bár az eddigi eredmények is komolynak mondhatók, a teljes harmonizáltság még nem mondható el, a fejlődés pedig száz irányba is viheti e folyamatot, és saját érdekünkben nem dőlhetünk hátra.

Elég csak a készülő MiFID II-re, és a gazdasági válság pénzügyi környezetet óhatatlanul átrajzoló tényezőjére, valamint az ebből levonandó tanulságokra gondolni. Kutatásokat lehet még végezni e területeken belül is, például a felelős társaságirányítási elvek vonatkozásában, avagy a felmerülő jogesetek által képzett judikatúra tekintetében.

Összességében azonban tovább kell haladni az integráció útján, hiszen ilyen jogi keretrendszer, amelyben most van lehetőségünk élni, nem fog mindig lehetővé tenni a Teremtő. Hiszem, hogy az efféle gondolatok egyhamar nem kerülnek a történelem poros levéltáraiba.

IRODALOMJEGYZÉK

- BLOOMBERG: NYSE – Deutsche Boerse Said Lack Support to Overturn EU Ban. Szerzők: Aoifa White és Nandini Shukumar, 2012. január 24.
- CLAUSEN, Nis Jul - SÖRENSEN, Karsten Engsig: Stock exchange mergers: the new driver in the harmonisation of securities market regulation? European Company and Financial Law Review, 2009. 1. 29-70. p.
- HARRER, Herbert Dr. – MÖSSLE, Claus: Listing of Foreign Companies on the German Stock Exchange. International Company and Commercial Law Review, 2010. 96-100. p.
- MARJÁN Attila: Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor és a gazdasági és monetáris unió. PhD értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 2003.
- MÓRA Zoltán: A budapesti áru- és értéktőzsde által alkotott szabályok kútfői jellege. Emlékkönyv Dr. Szladits Károly tanári működésének harmincadik évfordulójára. Budapest, 1938.
- RAJNAI Judit: Lesz-e egységes páneurópai börze? – Tőzsdei együttműködések és rivalizálások az euró bevezetése kapcsán. Bankszemle, 1998. 11-12. sz. 79-89. p.
- RÉZ Éva: Átalakuló piaci struktúra – Az új kereskedési technikák és helyszínek hatásai. Hitelintézeti szemle, 2011. 5. szám, 430-454. p.
- SÁNDOR István: Változási tendenciák a társasági jogban a 21. század elején. Gazdaság és Jog, 2011. január, 11-18. p.
- STOCKS, Tim: The Alternative Investment Market of The London Stock Exchange-The Drive for Internationalisation. Business Law Review, 2003 August/September, 190-191. p.
- WERLEN, Thomas and WOOD, Philip R.: Liability of Stock Exchange Authorities and Regulators. Zeitschrift für Schweizeres Recht. 2005. 614-642. p.

- WOUTERS, Jan: EC Harmonisation of National Rules Concerning Securities Offerings, Stock Exchange Listing and Investment Services: An Overview. European Business Law Review, 1993.8-9., 199-202., 219-225. p.

Közvetlenül nem idézett,
de alapul szolgáló irodalom

- HARRER, Herbert– FISHER, Raymond– EVANS, Jasper: Der amtliche Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse im Vergleich zur Notierung an der NYSE [New York Stock Exchange] und an der LSE [London Stock Exchange]. Recht der Internationalen Wirtschaft, 2003. 81-97. p.
- SZÁSZ Károly: A pénz-és tőkepiac szabályozásának aktuális kérdései a válság utáni időszakban. Magyar Pénzügyi Almanach, 2012. TAS kiadó, Budapest, 2012.